全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net





不必再听机构蛊惑，投资者自力更生

THE INVESTOR'S MANIFESTO PREPARING FOR PROSPERITY, ARMAGEDDON, AND EVERYTHING IN BETWEEN

投资者宣言

普通投资者必读理财宝典

（美）威廉 J. 伯恩斯坦（William J. Bernstein）著
宋三江　郭　欣　王文婕　译



机 械 工 业 出 版 社
China Machine Press

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

William J. Bernstein. The Investor's Manifesto: Preparing for Prosperity, Armageddon, and Everything in Between.

Copyright © 2010 by William J. Bernstein.

This translation published under license. Simplified Chinese Translation Copyright © 2011 by China Machine Press.

No part of this book may be reproduced or transmitted in any form or by any means, electronic or mechanical, including photocopying, recording or any information storage and retrieval system, without permission, in writing, from the publisher.

All rights reserved.

本书中文简体字版由 John Wiley & Sons 公司授权机械工业出版社在全球独家出版发行。未经出版者书面许可，不得以任何方式抄袭、复制或节录本书中的任何部分。

本书封底贴有 John Wiley & Sons 公司防伪标签，无标签者不得销售。

封底无防伪标均为盗版
版权所有，侵权必究
本书法律顾问　北京市展达律师事务所

本书版权登记号：图字：01-2010-2925

图书在版编目（CIP）数据

投资者宣言/（美）伯恩斯坦（Bernstein，W. J.）著；宋三江，郭欣，王文婕译．—北京：机械工业出版社，2011.1

书名原文：The Investor's Manifesto: Preparing for Prosperity, Armageddon, and Everything in Between

ISBN 978-7-111-33144-5

Ⅰ．投…　Ⅱ．①伯…　②宋…　③郭…　④王…　Ⅲ．金融投资－研究　Ⅳ．F830.59

中国版本图书馆 CIP 数据核字（2011）第 009395 号

机械工业出版社（北京市西城区百万庄大街 22 号　邮政编码　100037）
责任编辑：顾　煦　　　版式设计：刘永青
北京京师印务有限公司印刷
2011 年 2 月第 1 版第 1 次印刷
170mm×242mm · 14.25 印张
标准书号：ISBN 978-7-111-33144-5
定价：35.00 元

凡购本书，如有缺页、倒页、脱页，由本社发行部调换
客服热线：（010）88379210；88361066
购书热线：（010）68326294；88379649；68995259
投稿热线：（010）88379007
读者信箱：hzjg@hzbook.com

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



我的投资我做主

在次贷危机阴影久久未散的当下，威廉 J. 伯恩斯坦提出美国人要为自己的储蓄和投资做主，这当然在深受麦道夫们毒害的美国投资者中深得民心。更为关键的是，由身为哲学与医学双料博士而非投资科班出身的伯恩斯坦，带领读者重温有关投资理财的那些基本常识和规律，在金融服务业声誉扫地的当下美国，显然有更强的说服力。

伯恩斯坦在本书中所做的，是用最简单的语言回归投资的本源。这其中包括对金融史的重温、对投资工具的认知、对投资组合的解读、对投资心态的调整和对各种交易成本的关注等内容，这样安排将有助于懵懂的投资者在最短的时间里了解关于投资的核心知识，并建立起属于自己的完整投资分析框架和体系。而即使是很多所谓“专业”的理财顾问和投资专家，也还没有建立起这样的一个投资分析框架和体系。我们完全相信，正如伯恩斯坦所说：“看完这本书，你对金融方面的了解已经远超他们（那些普通经纪人）。”与彼得·林奇、巴菲特等投资领域叱咤风云的老将所写的投资书籍相比，本书作者的优势在于其宽泛的知识面和对历史的深入研究。因此，本书的分析也更多是从一个普通投资者的角度系统地把“投资那点事”的本质讲清楚，伯恩斯坦用生

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

动鲜活的语言娓娓道来，化繁为简却又切中要害，用浅显易懂的语言道出了现代投资理论的核心——“分散投资”。

记得巴菲特说过，他在错误的投资中所学到的，要比他在成功的投资中所学到的多得多。我们一直认为，这应该是那些仅重视理论和技能正面阐述的证券投资教材效果欠佳的重要原因。次贷危机，却也为我们提供了一个认识风险的好机会。在本书中，伯恩斯坦也更乐意从投资的风险开始，从那些投资者最常见的错误认识和错误行为开始，尤其是次贷危机中那些鲜活的“经典”投资错误。当这些错误被条分缕析地解析完毕，正确的投资之道便自然而然地跃然纸上。对于那些有过切肤之痛的投资者而言，这样“由反及正”的解读显然更加使人印象深刻。

更为关键的是，伯恩斯坦在书中字里行间所体现出的，始终都有一种对人性的深刻洞察。这样的一种深刻洞察，加之对金融投资行业多年的体验，让伯恩斯坦对人性在投资错误中所扮演的角色分析尤为入木三分，而投资者由此而获得的收获也是一般证券投资书籍难以企及的。因为其特殊的教育和从业背景，作者的分析也有一些独特的视角，尤其是对人体脑部结构的分析，从生理的角度告诉我们，个人想与市场博弈，并获得稳定收益，那是难上加难的事。进而得出老老实实地用简单投资工具（指数基金等）做好资产配置，才是投资成功的关键。同时，他以实证的脑科学数据证明，市场之所以难以战胜，是因为人性的情绪弱点难以战胜。

伯恩斯坦并不回避自己著作中存在认识上的悖论和分歧，这种实事求是的诚恳态度要比那些妄称自己无所不知的“投资天才”更容易取信于人。因为稍有投资经验和常识的人都有体会，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

投资总是充满了似是而非和自相矛盾的问题和答案，这并不影响那些勇敢、有纪律和善于学习的投资者最终获得满意的回报。譬如，他一方面认为，由于人性的情绪弱点可能极大地妨碍投资者驾驭自己的投资，但是，相对于防范无处不在的金融经纪陷阱，他还是认为投资者应该“我的投资我做主”。

伯恩斯坦对投资始终抱有敬畏之心，他相信投资者应该不断学习来提高自己的投资能力。这样的认知对中国投资者而言也有着重要的启示。相比美国，中国投资者更强调自力更生，对于自己的钱自己做主有着难以割舍的偏好。在学习投资理财知识这方面，中国人也毫无疑问对得起自己早已闻名世界的好学名声。2006 年，步步高电子有限公司创办人段永平以 62 万美元竞得与股神沃伦·巴菲特的午餐机会；2008 年，“赤子之心中国成长投资基金”的创始人赵丹阳又以 211 万美元竞得与巴菲特的午餐机会。由此可见，中国人学习投资的热情和投入毫无疑问已经达到世界一流的水平。也正因为如此，相比 3 亿美国人，13 亿的中国人完全有机会从伯恩斯坦的这本书中获得更大的收获。我们期待本书在中国能够比在美国本土创造出更大的价值！

不过，对于中国普通投资者来说，作者的一些说法不免有些武断，因为投资本身也是一个江湖，十八般武艺其实都有自己的生存空间。某些投资方法一时的得失并不能作为判断其成败的标准。譬如，由于中美市场规范性和有效性的差异，中国投资者恐怕不太适合简单地配置市场基准指数基金。即使是在作者看来经常“干坏事”的经纪人，他们其实恰恰是当今中国很多对金融一窍不通的投资者与金融市场发生联系的关键环节之一。此外，关于房地产投资的论述可能很难令饱受高房价困扰的国内读者信

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

服，因为对于国内市场由于体制原因而出现的房地产市场的畸形发展，是作者所不了解的一段“金融史”。另外，作者提到的中国股票市场指数过去十年呈现出负增长的说法，我也无法判断他用的是哪一种计算方法得到的结论。

“授人以鱼，不如授之以渔”。这句经典的名言，用来形容宋三江先生和他所带领的专业团队是非常之贴切的。宋三江先生是国内基金管理产业中非常优秀的理财专家和渠道销售管理者，长期致力于帮助广大的投资者通过选择合适的基金产品达到财富合理配置。另一方面，他和他领导的团队花费了很多的精力亲自撰写和翻译了许多非常优秀的投资理财书籍，用以帮助正在成长的数亿大陆投资者建立正确的投资观念和方法，体现出一个资深的基金管理业者对投资者非常负责任的专业态度。而这种专业态度正是现今及未来，大陆基金管理产业所要发展最为根本的生存之道！本书的作者也是美国最为热心、最受欢迎的投资理财专家，由宋三江先生领衔翻译此书，的确是出版社的明智选择，也是广大读者的福音。

曹旭东

领航财富管理金融教育　首席执行官

《零售银行》管理月刊　出品人

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

推荐序二
Foreword Ⅱ

金融危机的教训

伯恩斯坦先生可能是我认识的最聪明的人，他兼具投资顾问、神经学家、经济史学家、畅销书作者、金融思想家等多重身份。幸运的是，他也是我认识的最平易近人的人之一。在我担任《华尔街日报》个人金融版专栏作家的13年中，每当我感到思想枯竭的时候，都能从他那里获得灵感。

“那么，你最近脑子里在想些什么?”我在电话里用低沉的语调问他，希望采用这种打趣的方式，掩盖我又一次专栏约稿即将到期前的绝望。感谢上帝，伯恩斯坦总是能够给我提供一些素材。尽管他对金融行业来说是半路出家，但是，他的热情和深刻见解是我们这些长期待在华尔街从而对市场的潮起潮落麻木不仁的人所望尘莫及的。

在本书中，你会看到他的热情和深刻的见解通常会通过简洁、略显夸张，却充满幽默的语言呈现出来。

尽管我们经常意见相左，但是，有一点我们确实观点一致：如今经济和金融市场的危机恰好是一个“富有教育意义的时刻”，这里我借用了伯恩斯坦在前言中的这一说法，并且它可能为我们这一代人提供了一生中最佳的投资时机。

那么，你从2008～2009年的金融危机中学到了什么呢？在后

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

面的篇幅中，你会读到他从中得到的启示。基于给你热热身的目的，这里我强调五点重要但可能并不是非常明显的教训。

1. 该当勇敢且勇敢

为了得到更高的收益，我们需要承担更大的风险。2009年的股票市场看似风险很大，但这也许恰恰是个值得乐观的理由。即使股票市场未来几年可能带来不错的收益，但是，如果你在市场海啸面前，惊慌失措地做出错误的决定，那你可能就没法从中得到什么好处。

现在明白成为一个成功的股票投资者意味着什么了吗？此时此刻恰巧能够满足你承受风险以获取收益的胃口。如果你平稳地度过了2008～2009年的下跌，那么，未来你就应该在你的组合里加码投资更多的股票。如果你现在害怕经济危机，害怕投资损失，可能你本人未来更适合一种更为保守的投资策略。

2. 杠杆有“毒”伤人心

我们每个人都有几个心理账户[㊀]，我们会把汽车贷款和汽车联系在一起，把抵押贷款和住房联系在一起，把信用卡欠款和某个狂野的周末联系在一起。然而，一旦我们开始牵扯到这些债

㊀ 心理账户是芝加哥大学行为科学教授理查德·萨勒（Richard Thaler）提出的概念。他认为，除了钱包这种实际账户外，在人的头脑里还存在着另一种心理账户。人们会把在现实中客观等价的支出或收益在心理上划分到不同的账户中。比如，我们会把工资划归到靠辛苦劳动日积月累下来的“勤劳致富”账户中；把年终奖视为一种额外的恩赐，放到“奖励”账户中；而把买彩票赢来的钱，放到“天上掉下的馅饼”账户中。——译者注

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

务，它们就会使我们的金融体系显著地杠杆化。这样一点简单的事实后来给我们带来了麻烦，过去十几年的借贷狂潮导致了现在股价和房价的惨烈下跌。

假如在2008年年初时，你有40万美元的房产、20万美元的股票和30万美元的债券，那么你的股票资产现在可能已经跌到了10万美元，房子跌到了35万美元，你的资产经历了如同割肉一般的25%的下跌。但是，真正使你刺痛骨髓般痛苦的，可能并不是你的总资产下跌，而是净资产，也就是你的总资产减去总负债，它的下跌可能由于负债比例的原因已经超过了50%。

3. 房定终生靠不住

最近住宅市场的崩盘可能最终让你认识到下面这种说法的荒谬性，“在房地产投资上但错无妨。”即使投资者已经不再奢望房地产可以有两位数的涨幅，他们也一直把自己的房子看成是保证其退休生活的一大保障。

这里你应该确认一点，尽管我们可以通过从大房子换到小房子或者反按揭从房产中得到一些钱，但是别忘了，房屋买卖成本很高，并且反按揭也要费用。此外，我们自己毕竟必须有个地方住。这也就意味着，你最好把房子看成是一项消费而非投资。

4. 还是存钱靠得住

如果房地产市场和股票市场的两位数增长都是靠不住的，那我们应该怎么做呢？很简单：我们可能又需要开始疯狂地储蓄。

确实，最近的经济危机使得以前很多为美国的低储蓄率辩解的理由黯然失色。在20世纪90年代，财务专家教导我们说我们

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

根本不需要储蓄，因为我们的股票资产收益颇丰，近十年来，这些专家再次劝我们不要储蓄，因为我们的房子已经升值很多。

然而，众所周知，我们的股票和房子都在大幅下跌。20 世纪 90 年代股票市场那气势恢宏的上涨，以及 21 世纪初房地产惊天动地的增值，就变成了一种从未来变相地借款，然而，不幸的是，这个未来来得让人夜不能寐、胆战心惊。教训是什么？那就是：永远不要让暂时的投资高收益成为你削减储蓄的借口，因为这个高收益可能很快又会灰飞烟灭。

5. 聪明反被聪明误

在过去十年的前期，整个金融行业令人羡慕不已，因为普通投资者看到那些所谓的“聪明资金”大量地买入对冲基金、私募股权以及其他一些普通投资者无法参与的金融产品。人们想象这些聪明资金的投资收益肯定高得令人咋舌，而他们自己只能买一些平平淡淡的共同基金。令人咋舌的收益？唉！那些投资了麦道夫及其家族基金的人可就没有这么好的运气了。

我就言尽于此，现在是时候去聆听作者的教诲了。听从他的建议，你会变得更为聪明，并且可能更为富有。

乔纳森·克莱蒙特

Jonathan Clements

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



译者简介
Translators

宋三江，男，经济学硕士，国内知名基金理财专家，现任华宝兴业基金管理有限公司总经理助理兼市场总监，先后在国有商业银行、证券公司、基金公司工作18年，曾任中央电视台理财教室特约讲师，中国金融理财标准委员会、清华大学和武汉大学EDP中心特约讲师，上海交通大学高级金融学院职业导师，先后撰写出版《三江讲基金》、《基金理财之道》两本专著，宣讲出版《基金投资18大攻略》、《定期定额定终生》两张DVD光盘，牵头翻译出版《贵宾理财之道》、《彼得·林奇教你理财》和《笑傲股市》三本名著。

郭欣，男，现就职于华宝兴业基金管理有限公司产品开发部，从事金融产品的研究与开发工作。曾在复旦大学世界经济研究所获得经济学硕士学位，并曾于硕士学习阶段获得欧盟委员会奖学金，赴德国杜伊斯堡大学进行了为期两个学期的交流学习。

王文婕，女，现就职于华宝兴业基金管理有限公司基金清算部，从事基金资产的估值等工作。曾在澳大利亚悉尼大学经济学院获得硕士学位，主攻金融、会计方向。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



前言 Preface

投资制胜的新法则

8 年前，当我写完一本投资书籍的时候，曾经发誓不再动笔写书，其中原因有二：

第一，金融是一个相对来说重重受限的领域，没有多少知识是确凿无误的。个人投资者甚至专业人士所需掌握的全部知识加在一起也少得可怜。如果让所有金融研究机构汇总经典学术专著，结果列入榜单的读物大概也就几十本。而如果让一个普通的医生、社会工作者、科学家来做这件事，那么，他们的必读书目即使算不上汗牛充栋，也可能要摆满好几个书架。简而言之，我已经在我的前两本书里涵盖了关于金融投资迄今为止所有必备的知识内容。

2008 ~ 2009 年的金融危机极大地改变了投资格局，如果真的想找一个机会写一本能够上一个档次的新书的话，那么现在就是一个良机。现在的投资环境为我们提供了一个总结经验吸取教训的契机，我想借用这个机会来重申一系列经久不衰的投资原则。

1934 年，现代价值投资的鼻祖本杰明·格雷厄姆（Benjamin Graham）写了一本伟大的著作《证券分析》，本书清晰地阐述了现在被普遍认可的评估股票和债券的方法，直至今日它仍被奉

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

为金融专业人士的必读书目。作为一本内容涉猎广泛、富于变化的著作，它以多种多样的方式打动着读者。

格雷厄姆优美的文笔和系统的论述结构令我折服，堪称金融作家的典范。他描述的是一个被严重破坏的投资环境，这个国家曾经非常强大的公司股票和债券遍体鳞伤，似乎一文不值，这种环境在今天是不可想象的。

格雷厄姆在同辈投资者中特立独行，他少有地通过数据分析，然后得出结论：有闲钱的人不买些股票就是傻瓜，而且建议股票和债券各持有50%。在今天看来，大多数人会认为这一投资比例过于保守，但在1934年这被认为是疯狂的行为。

早年我在阅读《证券分析》的时候，格雷厄姆书中关于当时混乱局面的描述让我想到一部关于罗马衰亡的B级电影：引人入胜，但是无论如何也无法与风平浪静的现代金融体系联系起来。

但是我错了，而且错得很离谱。市场不再风平浪静，2008～2009年的某些时间节点与1934年的相似程度之高超出了我们的想象，而且在不远的将来，它们可能还会卷土重来。正如在大萧条最严重的时候一样，现在对于各类投资者而言，无论是大胆的还是谨慎的，都存在获得丰厚回报的机会。如果想找一个时间去买些股票并长期持有的话，那么现在正当其时。

第二，也就是我不愿意写金融投资类书籍的另一个原因，它无关金融经济知识本身，而和我的固有观念有关。成功的投资者需要具备一系列技能，但是具备所有这些技能的人真的少之又少。要我承认这一点不容易，毕竟我之前写过的那两本书的论述前提就是任何人只要掌握一定的工具就能掌握投资窍门。

我再一次地错了。在过去的几年中，我与成百上千的投资者

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

写邮件、交谈，得出的结论令人沮丧，在管理资产方面，只有很少一部分人勉强合格。

成功的投资者必须具备四种能力。首先，他们需要乐于享受投资的过程，就像木匠、园丁或幼教那样敬业爱岗。如果他们不喜欢管钱，那么投资的结果自然就会很糟糕。不幸的是，绝大多数人对投资的喜爱程度无异于对待补牙。

其次，投资者需要有很强的数学能力，只是懂得简单的算术和几何，或者熟悉电子行情是远远不够的。掌握基本的投资理论需要理解利润法则，需要掌握概率和统计学的相关知识。

再次，投资者必须熟知从南海骗局到大萧条的金融历史。可是，我们很快就会发现，即使对于专业人士而言，这一点也很欠缺。

即使投资者拥有了以上所说的这三种能力，但缺了第四种，那一切都白费。第四种能力就是坚定不移地实施既定战略的控制力，不论遇到什么，都要坚持。“坚持到底”，心血来潮时说来很简单，遗憾的是，当激情退去时，要想做到谈何容易。

我估计拥有以上任何一种能力的人在人群中的数目不会超过10%。这也就是说，一万个人中只有一人可以具备所有能力。也许我太悲观了。毕竟这四种素质并不完全不重叠：如果一个人足够聪明，他很可能对金融充满兴趣，并潜心研究金融历史。

但是，即使最乐观的估计（即将每种素质拥有人数的比例提高到30%，并且这些数字呈正相关），那也只有不到百分之几的人有资格管理自己的资产。即使拥有了这些必备条件，还需要一点点魄力。最后一个条件——调整情绪，就是传奇的投资家查尔斯·埃利斯（Charles Ellis）所谓的“情商的博弈”，这与前三个

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

条件完全无关；华尔街许多精英知道该怎么做，却没能知行合一。

对我们这一代或者上一代来说，缺乏金融能力并无大碍。大多数美国人没有太多的钱投资，大公司的员工又通常参加传统的固定福利（DB）的企业年金计划，这些计划由专人管理，并致力于为投保人和其家人提供稳定的养老金。

不幸的是，传统的固定福利养老计划已经像迪斯科一样不再流行了，美国人要自己管理资产，固定缴费（DC）计划越来越流行，比如401(k)s、403(b)s以及更糟糕的457s。最终的结果就是，普通劳动者要开始管理自己的资产了。

这种情况有点像让普通人自己去开飞机或做手术。觉得可笑？驾驭复杂的飞机或给子女做切除阑尾的手术的确可笑。可是，大多数美国人在管理自己的退休金时所面临的困难不亚于开飞机或动手术。

事实上，一个人只要足够聪明，就能在听了几个小时的讲解后独立驾驶飞机，外科医生也常常开玩笑说，他们可以教会一个智力中上水平的大猩猩做简单的阑尾切除手术。其实难的不是知道怎么做手术，而是什么时候动手术，术前术后怎么处理病患。但是，最近的金融危机证实，即使是金融精英，也没能有效安全地管理他们的资产。

结果这本书不可避免地充满认识上的悖论和分歧。我喜欢投资，也从为他人写书中获得极大的乐趣。当然，现在这个社会每个人都是自己的投资经理，管理着自己的储蓄（不管他愿意还是不愿意），帮助小投资者管理储蓄固然值得称赞，但问题是很多情况下，这不容易实现。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

说了以上这些，再加上现在的市场情况，我忍不住要写一本通俗易懂的金融读物。当然，我的第一本书尽管没能做到通俗易懂，但还是得到了学术界和大众读者的认可，令我颇感欣慰。但遗憾的是，我朋友和家人的评价令我感到失望，他们的评价大多类似："天哪，你好像知道自己在讲什么，但我看到第 2 章就要睡着了。"所以，我写了第二本书，我把读者锁定在普通的文科毕业生。这次，我收到的抱怨少了，但还是有人抱怨我的表格、图标或例子太过复杂。

这次，我试图写一本每个人都看得懂的书，尤其是那些迫不得已成为资产管理者的人。我没有删去那些难懂的地方，而是将它们区分开，为喜欢数学的读者开辟"数学细节"的选读框，不作为必读内容，这样就提高了投资过程的可欣赏性。

本书的篇章结构

这本书的前三章探索投资的理论依据和如何设计投资组合，其中穿插着许多金融历史。这样安排出于两方面的考虑。首先，理论可能会异常复杂。人类应对复杂问题的方法就是运用描述的手段，这样不仅使艰深的概念易于理解，同时也增加了娱乐性。(最有名的是阿尔伯特·爱因斯坦借助生动的描述来解释他的相对论，让读者想象两个坐在平行行驶列车上的人所感觉到的火车运动。他这么做不仅仅是为了娱乐、教育大众，同样也是在帮助他自己思考，起码在最初的时候是这样。)

其次，也是最重要的，不论投资者对投资理论掌握得有多好，如果他没有能力冷静地观察现在发生的不寻常事件，然后说一

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

句，“我以前看过这种情况，知道结局是什么”，那么他就会迷失。举个小小的例子就能说明问题：1994 年，所罗门兄弟公司（Salomon Brothers）的前执行总裁约翰·梅里韦瑟（John Meriwether）聚齐了当时最聪明的金融专家，包括诺贝尔经济学奖得主的迈伦·斯科尔斯（Myron Scholes）和罗伯特·默顿（Robert Merton），组成了长期资本管理公司（LTCM）。他的合伙人像华尔街的专业人士一样熟知期权相关的衍生品策略背后的数学逻辑，他们中的许多人还是这些研究理论的创立者。

之后的几年里，他们的战略战无不胜，回报率达到 40%。但是存在的问题是：建构他们战略基础的数据仅仅覆盖了一小段时间。他们从来没有想过要考虑延长数据所涉及的时间段，或者更多地研究金融历史。如果他们曾经这样做过，他们就能意识到每十年市场就会失常，他们曾经大为获益的各种投资可能会顷刻间摇身一变，给他们致命一击。

1997 年的金融危机和今天的情况有点相似，包括长期资本管理公司在内的全球经济由于债务危机而陷入泥潭。次年危机波及俄罗斯，使其深陷债务危机。全球几乎所有金融资产的价格都严重缩水（除了发达国家的政府债券外），这是长期资本管理公司战略赖以存在的短期历史时期内从未发生过的情形，最后公司不得不清偿给美联储。梅里韦瑟和他那些高智商的合伙人犯的通病是数学科目得了高分，但是历史科目不及格。

现在的投资环境在很多方面与众不同，但只要对过去几个世纪重创投资者的经济危机有所了解，就很容易理解现在的经济形势。例如，任何了解长期资本管理公司兴衰的人，就不会太惊讶于近期的金融危机。问题的关键不在于预测这样的危机何时发

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

生，因为这是一项不可能完成的任务，但是知道这种危机会时不时发生，你就应该认真设计自己的长期投资战略。

如果第 1 章和第 2 章所描述的金融危机没能说服你去分散风险，那我也无可奈何。在第 3 章中，我将探索几种适合普通投资者的投资组合，帮助他们降低变化无常的金融市场所带来的风险。

如果说在前三章中，我是在用望远镜观察来盘点投资史上的低谷，那么在第 4 章中我就是用显微镜来观察内部，理解投资者面对的最大敌人——镜中的自己。

很多人投资失败的原因在于人性本身的缺陷，它是滋生各种导致投资精神病的温床。最有害的行为要数过度乐观和盲从近期经验。

1998 年，《华尔街日报》的记者格拉基（Greg）撰写了一篇经典的文章，剖析了这两种错误，著名调查机构盖洛普（Gallup）在当年的 6 月和 9 月分别调查了一批投资者（也就是在刚刚说到的俄罗斯债券危机和长期资本管理公司破产的前后），并将被调查投资者所认为的自己资产的回报率和整个市场的回报率进行比较，下表是调查的结果。

预期收益	1998 年 6 月	1998 年 9 月
明年个人投资组合	15.2%	12.9%
明年美国市场整体	13.4%	10.5%

从中我们可以总结出三点：

第一，我们看到的是估计回报率时所表现出的乐观。他们所估计的回报率远远高于美国股票的长期收益率，而美国股市是全球股市中收益最好的。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第二，参加调查的个人投资者普遍认为他们的投资回报率要比市场平均水平高出2%（第一行和第二行数字的差异）。这个差异很惊人，因为这些投资者凑在一起就形成了整个市场。但普通投资者达不到市场的平均水平，而只能回收扣除开支后的那部分回报。这些杂七杂八的费用在几十年间会掏空投资回报。

第三，也是最明显的，他们的投资预期随着那年夏天价格的下降而下降。这里，有一条投资领域的定律：你在资产上花的费用越小，那你卖出该资产时才有可能获益更多。价格下降在很多情况下都应该引发更高的投资预期。但是格拉基先生所做的盖洛普调查却显示了相反的结果：普通投资者认为高价买入比低价买入的投资收益更大。

美国人不但盲目乐观，而且他们对未来的预期不可理喻地受到近期回报的影响。他们的预期因20世纪90年代科技泡沫中傻瓜也能在短期内一年赚20%以上而大大高估了。

不幸的是，长期数据显示正常的投资回报率只有10%。糟糕的是，用最常用的估算未来市场收益的方法算出来的回报更低。更糟的是，投资者预期随着价格移动的方向变化，这与基本的逻辑相背。

第5章和第6章关注如何与金融投资产业打交道，以实现前几章中所讲述的投资战略。你掌握了投资理论和投资历史，并且控制住了情绪，这只是走完了长征的第一步。

我强调三个原则：第一，不要贪心；第二，尽可能地使投资多元化；第三，对金融投资产业持谨慎态度。在投资银行、经纪公司、公募基金任职的人和在消防公司、小学里工作的人动机不同。不论投资者有没有意识到，他们参加的是一场零和博弈，生

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

死较量，如果没有足够的警惕，金融服务机构就会使投资者血本无归。

请把本书当做救生手册。数百万美国人和世界上其他国家的几千万投资者都已经被抛入了投资的汪洋大海，波涛汹涌。波浪比他们有生之年曾经见识过的都要汹涌，但是，只要能够恪守投资理念，他们收获的回报也会更高。我希望读者从此书里学到的东西可以帮助他们安全上岸。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

目录
Contents

推荐序一　我的投资我做主

推荐序二　金融危机的教训

译者简介

前　　言　投资制胜的新法则

第 1 章　重温金融简史 …… 1

开端 …… 3

威尼斯九死一生 …… 8

不可思议的市场风险溢价萎缩 …… 11

本章小结 …… 12

第 2 章　投资工具的本质 …… 13

乌鸦与收益 …… 13

历史与数学 …… 18

高登先生的神奇方程式 …… 26

家庭住房的投资价值几何 …… 37

权益证券上的冒险 …… 40

与上帝掷骰子 …… 50

法玛寻找天使却一无所获 …… 52

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

不要被超级巨星迷惑 …… 56
博格大获全胜 …… 60
好运气比智慧更重要 …… 69
债券基金：一个更平和的领域 …… 70
本章小结 …… 71

第 3 章 投资组合的本质 …… 73
四项重要的预备 …… 75
资产配置的两个步骤 …… 78
运气和波动 …… 88
追逐彩虹 …… 91
本章小结 …… 97

第 4 章 战胜自己的心魔 …… 98
内心的魔鬼 …… 101
我们真是“作茧自缚” …… 104
我们常常易于恐慌 …… 110
一些经济实惠的医治处方 …… 122
本章小结 …… 131

第 5 章 提防经纪陷阱 …… 133
与一群坏人在一起 …… 134
基金的游戏 …… 142
本章小结 …… 149

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第 6 章　构建投资组合 …… 151

制定一个终身的投资计划：一些基本要领 …… 151

为退休而储蓄：最基本的事项 …… 154

储蓄有道：美元平均成本法和价值平均法 …… 160

四种投资者：投资计划各不相同 …… 163

账户再平衡所存在的问题 …… 176

教育好你的孩子 …… 183

本章小结 …… 186

第 7 章　诚恳的建议 …… 190

牢记投资理论和历史的启示 …… 191

相信投资组合理论 …… 193

克服情绪的影响 …… 193

我的投资我做主 …… 194

准备就绪就立刻行动 …… 194

作者推荐：好书就像陈年美酒一样醇美 …… 196

致谢 …… 199

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第1章
Chapter 1

重温金融简史

我发现人生中最深刻的问题都是在吃午饭的时候提出来的。

我所说的那顿午餐发生在2000年曼哈顿的一家中餐厅，当时我的同伴是一位知名的对冲基金经理，同时他也给学术类金融期刊撰稿。我俩和许多金融人士一样对股市中出现的高股价感到困惑。

“我弄不明白，”我的朋友说，“投资者到底是聪明还是愚蠢。”看到我一脸困惑，他接着说：“也许股票风险溢价已经太高，那么接下来股价将会出现均值回归，也就意味着当前的股票投资者真是愚蠢透顶。抑或是，过去十年股票风险溢价被严重低估，当前只是理性回归，不会出现股价均值回归，也就意味着当前的投资者是聪明绝顶。”他的话什么意

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

思？为什么我说他的问题这么重要？

因为我的朋友人很聪明，而且长期从事金融工作，我需要把他的话转化成大白话："过去，股票因为风险大，所以收益也大。但是现在的股价太高，导致了两种结果：要么价格大跌，之后投资者再买入获得回报（在这种情况下投资者现在花大价钱买入是愚蠢的）；要么价格不大跌，风险小，但之后的收益率也会维持在一个较低的水平（在这种情况下投资者现在买入是聪明的）。现实情况究竟是哪一种呢？"

我们俩都知道，无论投资者的智力如何，或者他只是参与普通社保账户的芸芸众生，或是金融精英，这些都是次等重要的。我朋友的问题更切入投资的本质，那就是：风险与回报的相互关系。

20世纪90年代，人们一度忘记了风险与回报的相互关系；2000～2002年的技术泡沫破灭也曾一度警醒了沾沾自喜的投资者，但是损失还不够深、不够广、不够长，不足以让投资者长记性。

而与此不同的是，到2008～2009年，投资者彻底认识到了金融的风险；至于他们是像遭遇1929～1932年危机的投资者那样一直保持清醒的头脑，还是表现得像2002年后的投资者那样好了伤疤忘了痛，这还有待观察。不管这次的经济危机会持续多久，它起码提供了一个机会，让我们好好认识这个快速变化的投资环境。本书主要关注风险和收益这对唇齿相依的兄弟，以及它们在现在这个波动的环境中对投资者的影响。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

开端

为了理解风险和回报的关系，我们需要回溯到文明之初。我们可以将千年投资的历史分成三个发展阶段：资本借贷、权益和股票资本的发展以及资本市场本身的发展。

在人类文明的初期，消费者就开始从农民和商人手里采购产品，这三者都需要借贷。事实上，从美索不达米亚找到的最早可破译的楔形文字主要记录了生产和商业活动，其中许多都包含了信用交易。普通人需要用信用来购买食物和住所；农民需要信用来购买种子、工具和奴隶或是雇用工人；商人渴望得到资本去买牲口、雇用商船及船员，以及为进货等提供支持。

和其他商品一样，钱有它的价格。我们所认识的“钱”（铸造的金银铜币）是直到公元前 7 世纪后期才由小亚细亚的吕底亚古国人发明的。但是没关系，几乎所有普遍被用于交易的商品都可以被当做货币使用，在钱币发明之前的几千年中，谷物、银器、牛被当做资本供债权人放贷、债务人借贷。

在古代的农民看来，一公斤种子或一头牛足以成为资本。他们可以在当季借入，下季双倍偿还，这种做法在当代的一些未开发原始农业社会体系中仍然可以看到。在人类农业社会的初期，这种投资的回报率（有时也被称做“资本的成本”或是“利息”）为每一季 100%。

为什么回报率如此之高？至少有两个原因。第一是供需

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

关系，古代农业社会极度贫困，也极度需要资本，而可以出借的资本又少之又少，这些资本往往集中在富农和商人手里，所以，拥有这些富余资本的人就可以漫天要价。第二个导致资本成本如此之高的原因是所有借贷所产生的风险。在那个时候，类似国库券的东西还没产生，每笔借贷都很有可能无法偿还，直到中世纪后期北欧政府才推出“零风险”票据。

这两个因素，供求关系和违约风险哪个是更主要的原因呢？我认为是供求关系。借贷方要求债务人提供借贷的抵押物，在古代，这种抵押的代价是巨大的：债务人的全部财产或他和他全家人成为奴隶。这些极端的措施给债权人提供了保障，从而提高了对贫穷借贷方的资本供给。对借贷方有利的立法往往使债权人不愿意出借，最终对借贷人来说弊大于利；这就是破产法中寻求平衡的基本关系。

在过去的几个世纪中，随着财富的增长，资本变得充裕，而它的价格（即利息）也随之下降。公元前3000年苏美尔人为借贷谷物每年要支付33%的利息，借贷银器每年支付20%的利息。一千年后，巴比伦人最高能拿到10%的利率借贷银器。又一千年后，希腊人只要支付6%的利息，罗马帝国时期，利息跌到了4%。

我为什么要花几页纸来讨论古代历史？毕竟这是一本关于现代投资的书。这是因为对每一个消费资本的消费者来说，背后或多或少都存在着一个资本提供者，而资本提供者也就是投资者自己。在金融术语中，消费者所谓的“资本的成本”

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

就是投资者的回报，作为投资者，只有理解你的资本的消费者的风险和收益才能更好地理解投资过程。

到目前为止，我所说的是现代金融里说的“资本借贷”。但是长久以来，资本的提供是以另一种形式体现的，即通过拥有实际具有控制权的股份，今天我们称之为“股权融资”。在这种形式里，拥有富余资本的人将资本交给商人，作为回报获得公司资产的一份或未来企业的利润。

从商人或借贷者的角度来说，风险更大；如果商人的企业失败了，商人就要还清剩余资产中属于投资者的那部分，因为企业没有红利可分。但是从资本出借方的角度来说，提供股本风险很大，因为和资本借贷方式比起来股权融资的投资者更容易失去资本。

此外，股权投资者很难算出股权投资可能获得的收益；这种投资可能一飞冲天，也可能获益菲薄，甚至可能完全打水漂。在现代社会，大部分的大公司从银行、债券公司募集资本，从股东处募集股本。资本的出借者（银行和券商）可以优先得到清偿，而后股东才能拿回剩余的部分。

> 股票持有者是企业清偿中最后一个得到索赔的。这种方式风险很大，因此，一般来说股票持有者也理应比优先得到清偿的债权人得到更多的回报。

基于以上三点理由：蒙受损失的可能性较大、难以预估未来利润、股票权益清偿的滞后性，股票持有者一般会要求更高的回报率。这种“股票风险溢价”就是此前我和我朋友午餐间困惑的所在。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

由于持有股票风险巨大，股票在一开始并没有大规模地普及。在古代，小企业通常由几人共同拥有，而股份制企业在中世纪才出现。在1150年左右，法国南部巴斯克的一个水磨坊将股份分成几份。18世纪巴黎证券交易所开市后，这些股份在市场上表现活跃，直到1946年，当时的法国的左翼政府显然缺乏经济史的知识，竟将该公司国有化了。

到了1600年左右，两个更大的企业，英国和荷兰东印度公司（下文分别简称EIC和VOC，后者是荷兰语的首字母）出售各自贸易公司的股份，最初是为了从东亚香料贸易中获得丰厚的利润。两个公司间的差异充分说明了两国的权力、财富和社会复杂程度，以及投资者如何获得回报。

那时的英国贫穷落后，基本没有资本市场。颁布EIC章程的伊丽莎白一世政府从现代的标准来衡量是一个腐败的政府，收入来源主要来自皇室土地的租金，向皇宫贵族出售垄断权（最出名的就是将甜酒特许权卖给沃尔特·雷利（Walter Raleigh）爵士）。向皇室出借资本的人要求很高的利率来补偿皇室任意取消还贷的风险，因为皇室经常违约。

因此，资金的成本也就是利息在英国都铎（Tudor）王朝时期很高。借款人即使信用良好、抵押物充足，贷款的最低利息也要10%～14%，给有风险的公司和皇室的贷款利率更高。EIC的前途未卜，出再高的价格也借不到钱，也卖不出股份。它在每年出海时被迫出售部分所有权，直到船满载着香料从东印度回来将资金偿还给投资者，下一次出海再用这

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

种方式募集资本。简而言之，EIC 缺乏永久的资金来支持它的持续运作。

但是，值得投资者们庆幸的是 EIC 的贸易获得了巨大成功，常常给他们超过 100% 的回报。所以要永远记住，投资风险和商业运作资本所付的成本是一个银币的两面。高回报率意味着英国公司为它们的第一桶金付出了昂贵的代价；这不是发展经济之道和强国之路。

相反，荷兰东印度公司在荷兰成熟稳定的资本市场中茁壮成长。到 16 世纪末，荷兰较大的省政府和最出色的私营业主只要花费每年 4% 的利率贷款。但 VOC 筹集的股份是永久资本。这笔资本由公司自由支配，投资者并不预期在短期内收回原始投资，只是得到稳定的利润分红。

荷兰资本市场，回报率相对低，投资环境稳定，较低的借贷利率刺激了企业家的投资，这些和英国形成对比，在英国，投资者回报高，但风险也大。

我朋友 2000 年那次午餐时提问的三个因素中，我们已经看到了两个：债务和股本，两者间成本的差价就是“股票风险溢价”，如果我们想大致了解该怎样预期风险和回报，只需考察一下他们进行交易的市场的成熟程度。

负债和股本的存在不一定说明存在资本市场。公元前 2500 年一个农民借给另一个农民一公斤的谷物只是这两个人之间的交易。对出借者来说这些谷物可以算做是他的资产，但他无法轻易地出售给另一个投资者。同样的，在巴黎证券

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

交易所建立之前，巴斯克水磨坊的股份不能随意买卖，当然私下的股份交易也偶有发生。

威尼斯九死一生

真正的资本市场历史要从公元5世纪算起，那时西方的罗马帝国覆灭迫使一小队逃亡者开始寻找庇护之所。他们在亚得里亚海北部一个不起眼的泻湖边找到了一小片群岛。这个小小的城邦威尼斯靠北地中海兴旺的航运贸易繁荣起来。在第二个千年开始的时候，威尼斯桨帆并用的大木船装满了当时利润丰厚的商品：奴隶、黑海的谷物、东亚的香料、从亚历山大港和开罗转运来的香烛，还有从地球遥远的角落运来的其他奢侈品。

同时威尼斯与周边强国、贸易竞争对手的战争不断，尤其是与热那亚、奥斯曼土耳其。为了给战事提供资金，圣马力诺——最神圣的共和国开始对富人征收一种新税，即威尼斯军事公债（Prestiti）。

威尼斯军事公债是利率5%的国家债券。威尼斯财政部强迫富人买这些债券，富人买得心不甘情不愿，因为当时市场上的利率更高，和平年代为6%，在抵御入侵时可高达15%～20%，而利率高的时候也正是政府要征收国债的时候。

市民为中央财政有偿投入资金，财政局定期向这些登记

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

注册的投资者支付利息。当财政局允许债券所有者以他人的名义登记注册时，现代的债券市场就产生了。于是很快就在威尼斯和其他国家产生了现在所谓的威尼斯军事公债"二级市场"。不只是在威尼斯，其他国家的情况也大同小异。

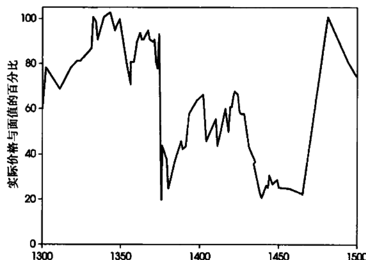


图 1-1 威尼斯军事公债 1300～1500 两百年间的价格

资料来源：Sidney Homer and Richard Sylla, *A History of Interest Rates* (Hoboken, NJ: John Wiley & Sons, 2005), 99, 107

图 1-1 记录了 1300～1500 年，两百年间威尼斯军事公债的价格，非常详尽。在起初的 75 年间，威尼斯相对平静，威尼斯军事公债的价格也相对高，曾以票面价值买卖（100%的面值）。到了 1375 年，交易价格是面值的 92.5%。

接着在 1377～1380 年间，威尼斯和热那亚打了毁灭性的一战。一开始，使威尼斯军事公债价格一路下挫的不是战事失利而是财政困境；之后的战事开销又使共和国停止了利息的支付，大量地增发新债券。到战争爆发前夕，债券价格只

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

有面值的19%。1379形势恶化，热那亚人入侵泻湖，攻占南边的吉奥吉亚，用于封锁圣马力诺，差一点就攻陷了这个岛国。1380年，在这个城邦几近投降时，威尼斯人终于凭借勇敢的防御解除了封锁，击碎了热那亚人的美梦，逼迫他们撤出威尼斯。

之后，威尼斯的军费紧张得以缓解，当时居高不下的战争开支意味着政府需要大量发行军事债券，因此其价格在二级市场上持续走低，直到共和国在1482年偿清负债。

说了这么多中世纪的历史和今天的市场有什么关系吗？我要说：有关，而且是息息相关。因为威尼斯军事公债的历史说明在金融史的早期风险和回报就关系密切。在和平年代从二级市场高价买入军事公债的人得到的收益最低。反之亦然，那些光景惨淡的时候低价买入的人获益最大。1377年以19%面值在二级市场买入军事公债的人勇气可嘉，他们不仅获得了26.3%的利息（5%除以0.19），而且还有日后大量的资本升值。当然，风险也很大，如果圣马力诺败给热那亚，军事公债就会一文不值，这也就是所谓的风险溢价。

市场就像过山车一样急速变化，威尼斯军事公债的价格最终得以稳定；在经历了1377～1380年间的九死一生之后的四个多世纪里，圣马力诺继续发行债券、支付利息。在发达国家中，投资者都经历过从战争与经济危机的痛苦中复苏，只有那些敢于在乌云密布的时候投资股票的投资者才会得到高收益。

然而，市场并不总是会复苏。直到第一次世界大战毁掉

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

圣彼得堡证券交易所之前，它一直都是世界上最活跃和受人尊敬的交易所。然而，它再也没有重新开张。单单 20 世纪，战争和政治动荡使得很多交易所像圣彼得堡交易所一样，再也没有恢复。包括：开罗、孟买、布宜诺斯艾利斯，等等。

在过去的 200 年中，美国投资市场一直运行颇为有效，但是历史告诉我们，这种好运气很有可能某一天会终结。

对于今天投资者的一个中心问题是：我们现在的处境是和 1377 年威尼斯的情况类似，还是和 1914 年圣彼得堡的情况类似？从很大程度上来说，今天的市场情况类似于前者。它确实是情况危急，但是并不致命。虽然世界经济以及外国股票市场可能步其后尘，情况可能比预想的还糟，但是，它仍然会给有勇气的投资者带来不错的回报，就如同 1377 年的威尼斯军事公债一样。再重申一次，所谓风险溢价就是对承担未知风险的补偿。换句话说，风险越大，收益也就越大。

不可思议的市场风险溢价萎缩

就在我和朋友的午餐讨论结束 8 年之后，市场以一种近乎复仇般的架势回答了他的问题。股票投资者是愚蠢的，因为他们没有吸取教训，不知道貌似很安全的资产也会变得异常危险。更关键的是，他们承担了这么高的风险却没有得到什么补偿。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

2000 年时，很多金融行业的从业人员认识到了这种风险溢价的萎缩现象。但是不幸的是，他们中的很多人，尤其是我那朋友的很多在对冲基金工作的同行们犯了一个致命的错误：因为风险溢价很低，他们就通过大量的借贷来放大那微薄的收益（也就是所谓的“杠杆交易”）。正如著名的美国金融作家詹姆斯·格兰特（James Grant）用优雅的语言所描述的：“想象一下，一个家伙爬到梯子顶端，用手指尖尽力向上寻找一样叫做‘收益’的东西。现在一脚把他的梯子踢掉，他摔到地上，周围散落着一块一块的债券。”

本章小结

纵观历史，资本的提供者和消费者一直存在，就如同今天的情形一样。

同样，在历史上资本通常有两种形式：贷款（包括债券）和权益（所有权或股票）。后者受到的法律保护更少，风险更大，因而需要更多的补偿。

在出现重大的社会政治、经济、军事的动荡之时，股票和债券的价格都会剧烈地下跌。通常，这都意味着未来高收益时代的到来。但是，有时这种下跌也是永久性和毁灭性的。金融史是如此的生动，很多事情虽然在美国的金融市场上还没有发生过，但是并不意味着它们未来也不会发生。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第 2 章
Chapter 2

投资工具的本质

一份风险，一份收益。

——华尔街谚语

即使你从这本书里面没学到其他什么东西，但是有一点你应该学到，那就是风险和收益是不可分割、相伴相生的。各个国家关于证券收益的研究都发现，股票的收益要高于债券。进一步说，如果你想取得股票的高收益，那么你所付出的代价就是要承担其相应的风险；换言之，如果你想从股票上挣钱，那么你的投资组合就会时不时地亏掉可观数量的钱。与此同理，如果你想保证投资的安全，那么你最好转向低收益的资产，除此之外，别无他法。

乌鸦与收益

我们可以用这样一种方式开始我们的风险收益之旅，想

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

象一下，在平静的1998年年底的一个晴朗、干冷的冬日午后。你外出散步，想起你的财务状况，你就满心欢喜。因为包含了你精心挑选的股票和债券的投资组合在过去4年的牛市中价值翻了一番。虽然，跟你那些因为投资互联网股票期权和激进的科技股的同行好友比起来，你的业绩其实并不算什么，但是所挣的钱也足够你安度晚年。

这时，一个呼扇着翅膀的小动物落到你的肩上。“喔！一只蓝色吉祥鸟”，你非常乐观地对自己说。但是，仔细一看，却发现这只鸟的羽毛实际是暗色的，不祥之声应运而生：“好像一只预示资本市场灾难的乌鸦。”

这个阴郁的征兆没有带来什么好事，可以说是完全没有。它警告你，在接下来的10年里，资本市场经历了两次历史性的崩盘，每次市场基准指数都下跌超过一半。

“喔！聪明的黑鸟，”你恳求道，“请告诉我这两场股灾何时会发生，以便我能避免痛苦的损失。”但是，当你看到它的鸟喙上带着一丝诡异的笑容安静地飞走时，你不由自主地咒骂它。

确实，这个乌鸦的预言是正确的；在接下来的10年里，你将经历不止一次，而是两次近百年来最惨烈的熊市，表2-1显示了在这10年当中，一些主要股票和债券经历每次熊市后的涨跌幅度，以及10年中累计的涨跌幅度。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

表 2-1 各类股票债券市场的收益率（1998 ~ 2008 年）（%）

资产类别	2000 年 9 月 ~ 2002 年 9 月	2007 年 11 月 ~ 2008 年 11 月	1999 年 1 月 ~ 2008 年 12 月
美国大盘市场股票	-44.92	-40.48	-13.77
美国大盘价值股票	-10.10	-46.05	23.71
美国小盘市场股票	-17.58	-45.18	86.63
美国小盘价值股票	0.69	-45.83	102.14
房地产投资信托（REITs）	26.28	-54.77	107.14
海外大盘市场股票	-40.94	-48.46	13.23
海外大盘价值股票	-25.87	-54.12	59.02
海外小盘市场股票	-17.20	-53.52	97.34
海外小盘价值股票	-5.68	-52.42	148.23
新兴市场大盘市场股票	-32.61	-56.13	147.67
新兴市场价值股票	-26.79	-62.01	251.38
新兴市场小盘市场股票	-27.59	-62.91	196.43
1 ~ 10 年国债	22.76	12.36	73.64
1 ~ 10 年公司债	22.80	-5.45	60.41

这张表显示了 1998 ~ 2008 年这十年中风险收益的总体蓝图，其中给出了不少的数据，下面我们就来逐列分析一下。

第一列只是列出了我们分析的资产类别。其中，前 12 个是主要的国内外权益类证券（也就是股票）类别，它们通过三类指标区分开来：地域（美国、海外发达市场和海外新兴市场），公司规模（大盘、小盘），以及该公司是属于“价值型”或是“市场型”（此处的“市场型”指的是一些受人追捧，具有良好预期的昂贵股票，同时，“价值型”指的是便宜并且不受关注的股票）。可以说，这也是很多专业投资者对股票进行分类的方法。最后两行是两类不同的固定收益证券（也就是债券）类别，这类资产一般认为是“安全”的。

第二列列出了这些资产类别在 2000 ~ 2002 年的熊市中的

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

涨跌情况，在这之前的5年，也就是1995～1999年，投资者经历了人类历史上最严重的股票市场泡沫。在那期间，投资者糊里糊涂地就将数百万甚至数十亿计的资金投向那20多家只有模糊的商业模式的互联网企业。只要在干巴巴的公司名字后面加一个“.com”，公司的股价就会翻倍。

这种疯狂也推高了世界上最大的成长性公司的股票，因为投资者认为它们是这个兴奋的市场的受益者。其他类型的股票则都黯然失色。房地产（以房地产投资信托为代表）、实体商业都显得陈旧过时。小银行、制造业和零售业在新经济的浪潮中也都备受煎熬。

时间慢慢推进到2001年和2002年，互联网行业的“彗星”们慢慢地烧光了它们口袋里的钱，开始入不敷出，走向破产。起初是一家一家地出现问题，后来索性就是成批地倒下，这些股票主要交易的场外交易系统即纳斯达克（NASDAQ）的综合指数跌去了75%，同时，标普500指数也被拦腰斩断。

但是，正如我们在第二列中看到的，小盘股、价值型股票和房地产投资信托这些没有参与到20世纪90年代的疯狂盛宴中的资产类别的价格却相当坚挺，其中房地产信托甚至还取得了两位数的正收益。

第三列中的数据显示，更近一次的熊市呈现出不同的特点。2000～2001年的下跌主要是由过度扩张引发的，盲目乐观的高科技企业花光了所有的现金，使企业陷入窘境；而

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

2007～2008 年的危机同样是始于过度扩张，但是这次是由于盲目乐观的消费者过度透支了个人信用，导致危机。同时，20 世纪 90 年代的牛市主要还是局限在高科技股票、标普 500 成份股，以及其海外股票的对应指数，即欧洲、澳大利亚和远东地区指数（EAFE）成份股上，而到 2007 年的时候，几乎所有国家的所有股票类别都随着价格的快速上涨而出现了高估，因而，所有的股票都在后来的下跌中没能幸免。不像 2000～2002 年那轮下跌时，部分的股票类别还能扮演避风港的作用。

表 2-1 中的最后一列的数据也是非常有意义的，虽然我们那只有先见之明的小鸟成功预见了 1998～2008 年间的两次股灾，但是，它无法帮助我们理解整个这 10 年中所发生的事情。在以上 12 类权益类资产中，有 8 类的同期收益都超过同期的债券收益，相信绝大多数在这 12 类资产中合理分散化投资组合也可以做到这一点。假如你听从了那只乌鸦的警告，在下一个 10 年中完全避开权益类资产，那么，你很有可能会错过合理投资组合所产生的收益。

> 分散化的投资组合在几年甚至十几年的区间内一般表现都不错，但是在几周或几个月这样的短期内可能表现会很一般。

表 2-1 中的最后一列也让我们产生这样一种错觉：分散投资其实并没有什么好处。确实，假如某日美国市场下跌了 5%，那么世界其他地方的市场也会跟着下跌，甚至有时候跌幅更大，当某一

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

年美国市场跌幅超过 40% 的时候，其他地区的市场表现即使没有更差，也会一样糟糕。

然而，明智投资的前提就是认识到：长期投资收益是唯一真正需要关心的。投资者只要能够得到年均 8% 的收益率，那么，用 30 年的时间就可以将其资产的规模翻 10 倍。一个明智的投资者将不会过分操心投资组合在几天甚至几年内的表现，即使它的变现很差。如果他们确实为了这些糟糕的日子和年景苦恼不已，那么他们也应该认识到，长期持有的收益最终将补偿他们承担的金融风险，以及那一个个不眠之夜。

历史与数学

熟悉中短期的收益情况有助于谨慎的投资者理解持有股票的风险，这些风险或多都是来自于所谓的“黑天鹅”效应，也就是罕见、出乎意料却对整个社会或金融市场有重大影响的事件。在金融界，唯一的黑天鹅其实就是那些你所不熟悉的历史。任何熟悉 1929 ~ 1932 年所发生事情，知道股价在那期间下跌了近 90%（先不说匹兹堡交易所 1914 年的惨剧了）的人，都不会被最近的市场情况惊得目瞪口呆。

然而，历史记录对投资最重要的环节，也就是预期未来收益的过程中的帮助并不是很大。对于那些不能够理性和系统地预期未来收益的投资者来说，与其去投资，倒还不如把钱藏在床垫之下，或者随意挥霍掉。然而，值得庆幸的是，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

预期未来收益其实并不是那么困难。

即使如此，很多投资者，甚至是一些学富五车的学者，都过分依赖过去来预测未来，这是错误的。可能你看到过一个表格，显示 1925 年以来大盘股和小盘股是如何以年均上涨 10% 和 12% 的比例给投资者带来超乎想象的财富。然而，不幸的是，你基本不可能得到这么高的收益，历史上没人得到过，将来也不会有人能得到。因为，首先这个收益是理论上的，它没有考虑任何交易佣金、买卖价差（某一证券的买价和卖价的价差）和资本利得税等。它没有考虑那些挥霍无度的继承人，这么长的一段时间里，这些钱可能已经被继承了三代以上，随便遇到一个这样的败家子，就足以把这些财产蒸发干净了。最后，也是最重要的是，你没法回到 1925 年。

实际上，使用历史业绩去预测未来是一种非常危险的做法，尤其是当你使用 1925 年后的数据来做这项工作的时候更是如此，这也是很多研究者和财经作家经常诟病的一点。

关于过分依赖历史收益来预测未来的两个最好的失败例子就是：20 世纪 80 年代早期的债券市场和 20 世纪 90 年代晚期的股票市场。从很多方面来看，第二次世界大战后的那段时期是非常特殊的。其中，最大的特点是逐渐加速的通货膨胀。在这个阶段，伴随着 20 世纪七八十年代的恶性通货膨胀，长期债券经历了一轮痛苦的熊市。通货膨胀毁了长期债券，因为长期债券的利息和最后归还的本金都是未经通胀调整的，或者说当期的数额。如果一个投资者买了 30 年期，年

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

利率5%的债券，其后，长期利率逐渐上涨到10%，那么这个债券的价格就会暂时跌去一半。

在1952～1981年的30年间，长期政府债券的年均收益率仅有2.33%，而同期的通货膨胀率达到年均4.31%。因而，即使考虑到利息的再投资，债券投资者的实际购买力平均每年下降2%。同期，股票却在这一通胀时期表现较好，原因在于，通货膨胀期间，上市公司可以提高其产品和服务的价格。这一时期标准普尔500指数的年收益率达到9.89%，超过通胀5个百分点。

总之，到1981年的时候，普通投资者对于债券的信心已经被糟糕的历史收益所彻底粉碎。投资者和财经记者们喜欢把债券称之为“没收充公凭证”，以此来吓怕整整一代的债券投资者。

然而，任何会做加减法的人可以看看下面这段演算：在1981年9月30日，政府以15.78%的票面利率发行20年期的国债，而过去5年的平均通胀率只有10.11%。同时，在伟大的美联储主席保罗沃克尔的领导下，美联储迅速收紧货币供给。到1981年时，这一措施有效地降低了通胀水平，在后面的5年中，通胀率下降到了只有3.42%的水平。

总体来说，到1982年年初的时候，债券投资者已经开始有点被打蒙了的感觉。然而，如果对债券利率以及未来通胀率的公正判断意味着较高的收益（至少5%的真实利率）。精明的判断是物有所值的，因为在接下来的20年里，国债的真

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

实利率达到了 8.66%！

另一个关于过分依赖历史收益的危险性的例子出现在 20 世纪 90 年代，在那一时期互联网股票、高科技股票以及一些大盘成长型股票的价格涨到了令人难以置信的高度。在 1926～1999年之间的 74 年间，美国股票市场为投资者带来的收益是年均 11.35%，排除通货膨胀因素为 8.02%。在 1995～1999年间，这一比率达到了令人震惊的 28.56%。不用说，这时投资者的心态肯定是兴高采烈。1999 年时，一句颇为流行的说法是："你没有投在股市上的每一分钱都会伤害你"，同时，这一年的一本畅销书的名字就是《道指 36 000 点》。然而，不幸的是，他们预想的海市蜃楼并没有出现。㊀

那么，我们怎样才能理性地预测未来收益呢？首先，我们必须要承认的一点是，除非我们拥有一个能预知万物的水晶球，否则，我们不可能精确地做到预期未来收益。我们能做到的最佳状态就是理解经济学家们所说的"预期收益"，这是金融学里面的一个重要概念。

为了更好地理解这个概念，让我们从一个蒙特卡罗的轮盘赌说起。假如有 37 个口袋（编号分别为 0～36），你投入一美元，如果能赢的话，得到的奖金将是 35 美元，你赢的概率是 37∶1。平均来说，每一美元的赌注面临的损失是 5.3 分。这就是每次投注的预期收益率，也是你在一段时间的赌博时

㊀ 约翰·麦肯恩曾将该书的一位作者指定为其 2008 年总统大选活动的经济领域顾问，很显然这一举措未能激发金融领域的信心。——原书注

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

光中能够得到的预期收益率。当然，某天晚上，你可能幸运地挣到了大钱，或者说有点背运而输得超过了5.3分，这就是你当晚的实际收益。因而，预期收益只是对你平均每晚收益的一个预期。

股票和债券运行的原理相差不多，都和轮盘赌博有点相像，只是其预期的收益总是正的，否则也就没有人会来投资了。但是，它们实质上仍然是轮盘赌。投资者不会知道幸运之神将会降临在谁的身上，不过他可以对整体的收益有一个判断，尤其是对未来至少20年的收益有一个判断。

我们是怎么做到的呢？首先来说债券。在2009年早期，10年期国债的收益只有2%。因为政府如果想保证到期偿债的话，它可以印钱，所以，投资者可以确保最终连本带利都是可以拿回来的，在这里的预期收益率就是2%。（1年及以下的美国政府债券叫做“国库券”；1～10年的政府债券称为“中期国债”；10年以上的政府债券叫“长期债券”。一般来说，中期债券和长期债券的利息每半年支付一次，而国库券不支付利息，而是折价发行）。

令人惊奇的是，在2009年早期，大多数信誉良好的美国公司发行的公司债的票面利息是7%。如果所有这些公司都能够持续经营的话，那么，只包含公司债的投资组合的预期收益也就是7%。不幸的是，发债公司总是会不时地有部分会走向资不抵债，所以，如果考虑到这个公司的破产率的话，这一收益可能低于7%。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

实际收益比 7% 低多少取决于有多少发债公司会倒闭。如果每年超过 5% 的发债公司倒闭，那么，投资者最好还是投资十年期国债。大部分专家认为，此类发债公司的长期倒闭率不到 1%，但是在当前的情况下，我们最好还是高估一点比较好，就说 2% 吧。在这种情况下，这些评级较高的美国公司债的预期收益将是 5%（7% 的利率减去 2% 的违约率）。

在表 2-2 中，我罗列了一些可能出现的结果的范围。如你看到的，只有到违约率大于 5% 的时候，投资者买国债的预期收益才会更高。但是，美国经营最稳健的 20 家公司中，每年就会倒闭的情况可以说是凤毛麟角。在最糟糕的情况下，也就是接下来的一两年中，这种情况也许会发生，但是，如果连续 10 年出现这样的情况，那么，说明经济已经比大萧条时还要糟糕了。

表 2-2 公司债券的风险收益假设

公司债票面利息（%）	破产违约率（%）	公司债的实际收益（%）	国债收益（%）	公司债投资者的精神状态
7	0	7	2	极度高兴
7	1	6	2	非常高兴
7	2	5	2	高兴
7	3	4	2	一般（2% 的超额收益刚好等于风险溢价）
7	4	3	2	不高兴（1% 的超额收益不值得冒险）
7	5	2	2	很不高兴
7	6	1	2	几近绝望
7	7	0	2	要杀了经纪人

更进一步，不妨想象一下，违约率是每年 4%，那么最终

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

的收益是3%。即使如此，我们仍然能够得到一个相对国债1%的超额收益。但是，也不要盲目乐观，因为这样小的一个收益不足以补偿你承受如此风险所面临的担惊受怕。当违约率是3%的时候，公司债的实际收益是4%，这时2%的超额收益可能正好够你的风险溢价，任何超过这一水平的收益就再好不过了。

与此相似，到2008年年末的时候，信誉较差的公司债券，也就是所谓的高收益债或者“垃圾”债券的收益率达到了22.5%，超过国债20个百分点。垃圾债券的这种收益水平是史无前例的。这样高的收益就意味着要想使这类债券的实际收益低于国债收益，每年就要有超过20%的此类公司倒闭，10年以后，可能就只有1/9的此类公司还在苟延残喘了。

出现这么高的破产率的概率高吗？答案是：很低，但是并不是完全不可能。再说一次，垃圾债券必须提供一个合理的风险溢价才能吸引投资者心甘情愿来承担这些风险。如果说这一风险溢价是5%，那就意味着在2008年晚期，此类公司的破产率最大不能超过15%，才足以吸引投资者来买。

概括来说，高评级的公司的破产比率的合理预期应该是每年2%左右，因此高评级公司债券的预期收益应当是5%。假设长期的通货膨胀率是3%，那么通胀调整后的预期收益就是2%。在2008年晚期，垃圾债券评级的公司的风险溢价（此类债券的利率超过国债利率的水平）水平达到10%，也就说是此类债券的票面利率应该达到12%左右，剔除通胀因素后的名义利率水平应该达到9%。该评级公司债相对于国债

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

的风险溢价是对投资者承担风险的补偿，这种风险主要是由于宏观经济或者公司违约而造成的实际收益比预期收益更糟糕的情况。

这里再强调一下，投资者预期的收益是用债券的名义利率减去此类债券的违约率后得到的。

风险与收益的关系是这本书中最最重要的一个概念。回忆一下，如果十年期的公司债券收益为7%，但是此类债券的违约率达到5%，那么相应的预期收益就只有2%。这甚至都很难与国债拉平：这时的公司债券会让你茶饭不思、夜不能寐，与此同时，国债投资者却睡得像个婴儿一样安逸。公司债本应为它给你带来的失眠和内分泌失调而支付一定的风险溢价的，并且这种不适感越严重，溢价应该越高。

实际上，要想判断一个债券会不会违约，最好的一个指标就是看它的发行人有没有给你许诺所谓的高回报、低风险。麦道夫骗术的核心就是：他许诺了一个中等收益、零度风险的投资组合。除了这个最明显的指标之外，所有的证券投资运行都包含着以下三个要素：投资顾问、经纪交易和资产托管。在任何运行规范良好的投资计划中，这三点应该是透明的。相比之下，麦道夫却包揽诸事、黑箱操作。

关于风险收益的这一点非常重要，以至于此处我想再给大家强调一遍：投资不应奢望在不承担偶尔的巨额损失的同时获得高额回报。如果一个投资者想要追求安全的投资，那么，他应该降低他对收益的要求。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

高登先生的神奇方程式

对股票来说，预期未来收益的方法相差不多。只是此时我们需要首先考虑分红，以及分红的增长率。

想象一下，一家公司的股票当前卖价为 100 美元，同时支付一个每年 3 美元的红利，也就是股价 3% 的红利。这 3 美元的红利，投资者可以落袋为安，他们可以用这些分红的金钱继续投资在这只股票上，也可以做其他的投资，或者干脆去买辆 BMW 轿车。

假设该公司的业务发展不错，下一年将其红利水平提高了 4%，达到 3.12 美元每股。因为市场是通过这家公司当前的红利水平以及该红利 4% 的增长水平来对该股票进行定价估值的，因此，理想情况下，该股票的价格也上涨 4%，达到 104 美元。因而，投资者可以得到 7% 的投资收益，即 3% 的分红加上 4% 的股价上涨。

对于整个股票市场而言，情况也是类似的。在 2009 年早期，美国股票市场的分红水平为 3%。分红水平的增长速度如何呢？对于这一问题，金融史学家刚好可以提供不错的数据。图 2-1 中显示了标普 500 指数 1871 年以来的每股的分红情况。我们注意到，在 1940 年以前分红水平增长很慢，而之后增长很快。

1940 年后分红水平的快速上升是一种假象，因为很大程度上这种上涨是通货膨胀的结果；1940 年前的增长速度反而

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

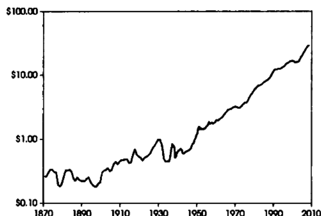


图 2-1 美国股市每股名义分红

资料来源：http://www.econ.yale.edu/~shiller/data/ie_data.xls.

反映的是较为真实的红利上涨情况。当我们用 2008 年的物价水平对之前的分红水平进行调整后，我们可以得到一幅更为准确的图景，如图 2-2 所示：通胀调整后的美国股票分红上涨水平看起来有点令人不敢恭维，只有区区的每年 1.32%。

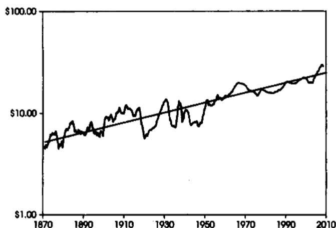


图 2-2 以 2008 年美元价格基准进行排除通货膨胀后的分红

资料来源：http://www.econ.yale.edu/~shiller/data/ie_data.xls.

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

这里引出了另一条重要的投资规则：永远要考虑通胀调整后的投资收益，也就是真实收益率；这就避免了日后不得不再去修正通胀的影响。最后，关注真实收益可以帮你理顺思路，排除与通胀有关的一些干扰。

平均来说，美国经济的真实增长率是3%左右，公司总利润的上涨速度基本也是在同样的水平。但是，为什么分红的涨幅只有1%多一点，而不是整体经济的涨幅3%呢？这是因为公司像人一样，有生老病死，新旧更替。投资银行家们（保佑他们不要下地狱）通过IPO（首次公开募集）的方式不断发行新公司的股票，这些新公司的股票稀释了现存的利润池，这一稀释的比例大约为2%。所以，在那3%的利润上涨幅度中有2%都被新发行的股票稀释了，只剩下1%可以用于分红上涨。你可能会说，公司也会回购股票，但是我要告诉你，这2%的稀释比例已经把股票回购考虑在内了。

与此相似，股票经纪公司和基金公司经常兜售新兴市场国家的股票，比如巴西、俄罗斯、印度和中国（俗称“金砖四国”），因为这些国家有较高的经济增长速度。但是，请注意，由于股权稀释和证券法不健全而导致的证券欺诈，使得这些实体经济的成长在落到每股层面之前已经蒸发殆尽了。例如，中国经济已经以炙手可热的接近9%的速度增长了20多年，然而，自1993年到2008年间，即使考虑到红利再投资，中国市场的投资者实际却经历了3.3%的年亏损率。你没

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

看错，在过去的 16 年里面，中国市场的投资者的资产缩水了 41.5%。（通胀调整前 3.3% 的年亏损率，通胀调整后为 5.7%）

> 不要相信通过历史数据，尤其是近期的历史数据，对股票和债券未来收益所作的预期。而是要依赖利率和分红率以及它们的增速来对未来收益进行预测。

表 2-3 显示了，中国市场的这种现象对于规模更小的“亚洲小龙”和“亚洲小虎”来说也一样存在，如印度尼西亚、韩国、马来西亚、新加坡、中国台湾地区和泰国等。所有这些国家或地区股票收益都低于经济增幅慢的发达市场。

表 2-3 好的经济体与差劲的股市

国家和地区	1988 年～2008 年间 GDP 增速（年化（%））	股票市场的名义收益率（年化（%））
中国内地	9.61	-3.31①
印度尼西亚	4.78	8.16
韩国	5.59	4.87
马来西亚	6.52	6.48
新加坡	6.67	7.44
中国台湾地区	5.39	3.75
泰国	5.38	4.41
美国	2.77	8.8

① 其中中国的数据为 1993～2008 年

现在我们终于可以预测股票的真实预期收益了。正如我们已经看到的，就标普 500 而言，这一收益大致就是 2.5% 的当期收益加上 1.32% 的红利增长率，也就是不到 4%。这个简单的计算方法（即把当期分红率和红利增长

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

率加起来）就是所谓的高登方程，在这本书里面这个方程会不断出现。

预期收益 = 分红比率 + 红利增长率

对于这个公式的有效性而言，如果分红能够平稳增长会比较好吗？要是股价能够保持不变，并且分红水平也保持2.5%的水平不变就更好了，这也就是说股票价格是红利的40倍。不幸的是，市场并不是很配合。20世纪初经济危机时期，股票价格只有红利水平的7倍左右（1932年），而到20世纪末的时候，这一水平达到90倍（2000年）。然而，长期来说，从平均角度来讲，上面的公式还是比较有效的。

数学细节：红利贴现模型

在早期的美国科学家中，欧文·费雪（Irving Fisher）是其中的佼佼者。他在耶鲁接受教育，导师是伟大的物理学家威拉德·吉布斯（Willard Gibbs），费雪因为其1929年名声不佳的评论而广为人知，他说：“股价似乎已经到了其终极的高点。”

这真是太糟了，因为欧文其实有很多的成就，这些成就主要包括为任何投资以及资产估值的数学方法，这些资产可以是金融资产，可以是实物资产，可以是艺术品甚至只是些精神财产。他理论的核心是认为市场价格只是对未来真实交易的一种反映：这种交易未来可能给你带来愉悦或者收入，然后根据这种交易实际发生的时间将其折现回来。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

对于一项当期的消费，就晚餐而言，答案是相对确定的：你为了这顿晚餐支付 5 美元、25 美元或者 125 美元的费用，这些费用取决于这顿晚餐实际给你带来的满足感和愉悦感。

现在，如果有人让你为一顿 10 年后才能享用的晚餐支付 25 美元，你现在应该为它支付多少呢？肯定要比 25 美元少很多。假如你认为 5 美元是一个听起来合适的价格，然后你把这个数字输入你的财经计算器里面，就可以得到一个 17.46% 的利率水平，这就是个人的“晚餐利率”。或者你也可以换个角度，选择 15% 作为你的晚餐利率，然后你可以计算得到 6.18 美元的现值。

关键是，当前能够得到的一个单位愉悦总是要比未来能够得到的同样的愉悦来的效果强。费舍尔优雅地把这种情况称之为“缺少耐心”，这就和利率的含义差不多。一般情况下负的利率在正常的东西上很少存在。只有当你预测十年以后，这个国家可能陷入严重的战争或者饥荒的时候，你才会为 10 年以后的一顿饭支付一定的溢价。或者，更形象的一个例子是，一个因为法律和政治迫害等原因而逃亡的人，他会为了支付其逃亡的费用，而花钱买一些容易携带的珠宝日后再便宜一点把它卖掉套现。如果你把保险和存放成本考虑在内的话，保存黄金或者珠宝就会变得更没有吸引力。然后，货币的利率永远不可能是负的，因为把钱放在床垫下面，你至少可以得到一个零利率。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

不同的人对于不同的东西可能会有不同的“缺少耐心”程度，或者说利率水平。并且，利率的具体水平取决于个人的具体情况：一个前途大好的人愿意为了10年以后的一顿饭支付比一个受救济的人更多的钱。也有一些其他的个人内在品质会决定“不耐心”或者说是利率的水平；流浪汉的不耐心或者利率水平肯定会高于富裕人士。

股票和债券的价格取决于其未来的现金流，并且，对债券来说，主要是到期后的本金支付，然后把这些现金流最后全部折现到当前值。

让我们从一直每年支付3美元红利，并且此红利每年增长6%的股票为例来开始分析。并且，此时投资者的不耐心程度，总的来说大致为9%每年，因而，其未来红利的价值P为：

$$\sum_{n=1}^{\infty}(\$3\times1.06^{n})/(1.09)^{n}=P$$

或者，更为广义的公式为：

$$\sum_{n=1}^{\infty}D(1+g^{n})/(1+r)^{n}=P$$

在公式中，D为去年的红利，g为红利增长率，r为预期收益，P为价格。

应用一点微积分的方法处理一下，我们就可以以下的公式：

$$P=D/r-g$$

公式变换一下就是：

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

$$r = D/P + g$$

这也就是高登方程：收益率 = 分红比率 + 红利增长率。

注意，我们这里采用反推的方法，用价格做应变量，收益水平做自变量，然后解除收益水平。这么做的原因是，当你想要求解价格的时候，你可能想要给予高风险资产一个更高的折现率。

如果折现率后来变化会怎么样？例如，在 1926 ~ 1999 年间，标普 500 成份股的分红水平从 5% 下降到 1.1% 。之后这个分红比率的下降引起价格上升，相反，红利增加会引起价格下降。

例如，如果一个人在 1926 年的时候就知道接下来的 73 年里将要发生的事情，知道真实的红利增长率是 1.3%，他就可以计算这段时间里面的真实收益：

5% + 1.3% + 2.1% = 8.4%

或者，更为一般的公式为：预期真实收益 = 分红利率 + 真实增长率 + 每年价值变动。

显示中，标普 500 指数这一期间的收益率为 8%，和公式计算的差异不大。

这就为高登方程计算得到的收益提供了一个很好的调整。10 年以前，先锋集团主席约翰·博格预计，如此低的红利率水平很有可能意味着未来会出现“均值回归”的过程，也就是恢复到 3% ~4% 的历史平均水平。这也就意味着预期的真实收益率将是负的。这是一个有先见之明的分析。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

> 现在的情况如何呢？很多观察家感到绝大多数的资产估值是合理的，并且另一些，比如，欧洲股票和房地产信托则是有点低估的。如果这些观察家是对的，价格向高位回复，那么收益率可能比高登方程计算的还要高。

这里重申一遍，我们上面计算所使用的4%的股票收益率是真实收益率。这就意味着，排除通胀影响后，股票组合价值的实际购买力平均而言应该每18年翻一番。㊀

当前，很多外国股票市场的收益率大约为5%。即使它们的真实每股收益完全不增长，我们也可以很有信心认为它们可以保持5%的分红比率。

与此相似，主要投资购物中心、公寓楼和其他商业地产的房地产信托基金（REITs）份额在2009年年初时的当期收益率达到10%。美国法律要求此类公司需要将其利润的90%以红利的形式分给投资者，这就是为什么这类基金有很高的红利水平的原因。

在将其大部分盈利都以红利形式分给投资者后，房地产信托基金只有很少的钱可以用来投资新的不动产项目或者改善其现有的项目。上帝摆在它们面前的是两个不怎么让人高兴的结果：要么以发行债券或者银行贷款的方式筹资；要么

㊀ 对于投资总额倍增时间有一种不错的近似算法，即“72法则”，这一算法可追溯至14世纪。在本例中，用72除以实际年收益率4，得18年，这与实际投资翻番的17.67年非常接近。——原书注

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

就停止增长。第一种方式可能有利于成长，但是风险很大。因为过分依赖贷款可能使这类公司在信贷危机时期变得相当脆弱。2007 年和 2008 年发生的事情就说明了这一点。

所以，在 2009 年早期，房地产信托基金的投资者能够期望得到的最好收益就是 10%；如果你介入后，相应房地产项目的经营情况恶化了，那么你得到的收益将低于 10%（到本书截稿为止，房地产信托基金的红利水平正在迅速下降）。

让我们总结一下到目前为止本章的一些要点：

过去，投资者如果投资所谓的安全资产的话，那么只能预期一个很低的收益率；今天这条规则用在美国国库券上已经有点令人发指了，因为现在美国国债的收益率接近于零。

投资者如果想得到更高的收益，就要承担更高的风险，这里可以理解为风险溢价。

计算债券预期收益的方法是：用债券的票息率减去每年发债人的违约率。

使用高登方程，也就是把分红比率和红利增长率相加，就可以得到股票预期收益的近似值。

正如我们前面注意到的，用高登方程计算的预期收益率经常与历史收益率推断出来的预期收益率大相径庭。例如，看看前面的表 2-1，表中显示过去十几年里政府债券的收益率实际上比公司债券还要高。然而，正如我们刚才提到的，如果我们面向未来，会发现结果刚好相反。与此相似，在过去的十几年里，房地产信托、标普 500 和外国公司股票的收益

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

很低甚至是负的，但是如果用高登方程来分析，会发现它们未来的收益情况可能非常可观 。

在这一点上，金融史告诉我们：无论统计的历史数据有多长期限，最好总是更相信高登方程得到的结果。当市场因为泡沫而过度乐观的时候，比如在20世纪90年代末的时候，要记住这一点；当市场变得极度恐慌，比如2008年到2009年时一样的时候，更要记住这一点。如果说人生的真谛是在你周围的人都丧心病狂的时候，要保持你自己的清醒，那么高登方程就是帮你做到这一点的那个救命项圈。

关于股票投资者的非理性，我有一个更好的例子去说明，这个例子是我和我的朋友在2000年时的一顿午饭期间想到的。十几年以前，投资者对历史收益的关注远胜于对高登方程的关注，在那期间，高登方程预测的股票未来收益率只有2.4%（1.3%的红利率加上1.1%的红利增长率）。他们也忘记了，或者从来就不知道，历史其实也是多种多样的，从威尼斯的公债危机到1929年的大萧条，再到1952年至1981年的债券危机，所有种类的资产都存在着出现大跌的可能。

他们也没有把风险和收益有效地匹配起来，高登方程所计算出来的2.4%的收益率远远不够补偿这些股票给他们带来的那一个个不眠之夜。这时股票价格必须要下降才能提高股票的分红比率，从而使其可以补偿投资者承担如此大的风险所应得补偿。

这种预期的股价下跌最终还是发生了。在目前阶段，高

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

登方程预测，从十几年的跨度来看，股票和公司债券可以得到一个更好的收益率，其中股票的预期真实收益率为4%～8%，而公司债券的预期真实收益率可以达到2%，在我看来，这样的收益率基本上可以有效地补偿其相应的风险。

家庭住房的投资价值几何

现在让我们暂停一下对股票、债券的分析，来看一看对于绝大多数投资者来说，构成其个人资产中较大比重，甚至是最大比重的一项资产——家庭住房的投资价值，或者说，首先看看它能不能成为一项投资。

一栋房子并不是一项投资，原因很简单，你首先必须有一个住处，这个住处可以是租的，也可以是买的。并且，你要记住一点，所谓投资其实是把当前的消费推迟到未来。而住房其实是一项典型的当期消费，如果你把钱花在买房子上，那么你就错失了把钱投资在别的地方赚钱的机会。

虽然你的家庭住宅确实不能被称做一项投资，但是，高登方程还是为你买房还是租房决策过程提供了一个分析的工具。下面，我们就来看看它是怎么分析的。如同股票一样，房子或者公寓的价格长期来说应该是上涨的，但是上涨多少呢？有关房地产价格最完整的数据显示，长期来看，排除通货膨胀的因素，房价的上涨近似为零。

这些数据主要是分析三个国家的数据。美国的房价在

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

1890～1990年之间几乎完全没有上涨，自1819年以来，挪威的房价确实上涨了，但是只有区区的每年1.3%。经济学家甚至收集了荷兰阿姆斯特丹的托尼·霍亨根斯运河沿岸的房地价格自17世纪以来的数据，数据显示，排除掉通货膨胀因素后，这一地区的房价4个世纪以来基本上没有上涨。请注意，这一带可以说是世界上生活最遐逸的一个社区！

这么看来，我们预计房地产价格每年1%的实际上涨率应该是合理的。同时，像股票一样，我们也需要考虑一个类似分红的东西：对家用住宅来说，它的红利等价物是一项称之为"内在租金红利"的东西。这个拗口的但是又非常重要的概念主要是用来说明这样一个事实：那就是，如果你的房子是买的，那么它就有一种每月帮你省下租金的效果。如果你买了房子，那么你就等于是把一大笔本来可以投资在别处获利的资金都"冻结"在了你的房子上面，所谓的内在租金也就是对你这么做的一种补偿。换句话说，如果你有足以买房子的这么多钱，但是却选择租房子，那么你的这些钱就可以投资在别的地方获利，比如股票或者债券。

如果你没有能力一次性付款买下一栋房子，而是需要做抵押贷款，那么，这样的逻辑也是适用的。采用租的方式而不是买，你等于是用租金代替了你每月应该归还的贷款。确实，抵押贷款的还款额，至少在早期是可以有效地计算出来的。但是，它的这一优点远远不足以弥补其所能具有的灾难性的风险，也就是当出现违约时，你的房子会被银行夺回去。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

比如说，你正在考虑买一栋价值30万美元的房子，这个房子租金的市场价是每月1250美元。这个租金水平相当于是每年5%的“内在租金红利”（1250美元每月就相当于是15 000美元每年）。不幸的是，你必须刨去每年3%的税收、保险和维修成本，留下的只有其中的2%。

> 房屋所有权并不是一项投资；并且恰恰相反，它是一项消费。在考虑了维修和税收之后，你会发现租房可能更为划算。

因而，从你的房子上面，你最多可以得到3%的真实收益，（1%的房价上涨加上2%的“内在租金红利”。如果当前的房价下跌趋势继续下去，那么你能得到的就更要大打折扣。

一条行之有效的规则是：永远不要花比15年租金总量还要多的钱去买一栋房子。⊖（这项计算隐含的一个6.7%（1/15）的“内在租金红利”，或者说是在排除了税收、保险和维修之后有3.7%的“内在租金红利”。这个收益水平大致和我们从股票和债券的投资组合上能够得到的差不多。

直到最近，在很多国家的房地产市场上的售租比例都超过了20年，这是一个房价已经过高的明显信号。在接下来的几年里，购房者可能又会遇到一些不错的购房机会（也就是房价下跌）。

⊖ 请牢记150这个数字，这正是12.5年的总月份数。每当我听到房地产商漫天要价时我都会问：“这座房子的合理租金是多少呢？”如果听起来还靠谱，就将其乘以150，这就是这座房子的合理价格，如果超过这个价格就还是选择租吧！这是一种让地产商脸色难看的好方法。——原书注

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

最后，我们也应该明确一点，就是如果你不是一年里的大部分时间里都把它租出去的话，度假住房其实是基本没有什么投资价值。所以，如果你真的很想在山区或者是海边有一个地方住的话，那么，不妨租一个房子，而不要去买。

权益证券上的冒险

对于那些理智、勇敢并且遵守投资纪律的投资者来说，还有什么地方可以得到风险溢价吗？我认为价值型股票和小盘股是两个明显的机会。在相当长的一段时间里，金融专业的学生一直对价值型股票和小盘股能够带来相对整个市场的超额收益表示怀疑。在 1992 年 6 月，芝加哥大学的两位学者肯尼思·弗伦奇（Kenneth French）和尤金·法玛（Eugene Fama）最终证实这种超额收益确实是存在的。

在《金融月报》（Journal of Finance）上，他们用研究证明投资价值型股票和小盘股的所带来的超额收益确实存在。弗伦奇教授定期对研究数据进行更新，如表 2-4 中所示，他将美国股票市场划分为大盘股和小盘股，并进一步划分为“成长型”、“价值型”和“中性型”三类，进而产生六个类别，“大盘”、“小盘”相对来说是非常明确的，分别是指某只股票的流通股票市值是否大于或者小于所有美国上市股票的平均市值（大约为 10 亿美元）。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

表 2-4 年化收益率（1926 年 7 月～2008 年 12 月）

公司类别	年化收益率（%）
大盘成长股	9.02
小盘成长股	8.2
大盘中性股	9.75
小盘中性股	12.94
大盘价值股	11.69
小盘价值股	14.65

资料来源：http://mba.tuck.dartmouth.edu/pages/faculty/ken.french/data_library.html

弗伦奇教授也将股票分为“成长型”和“价值型”，它们分别是指股票价格相对其所代表的公司资产而言是贵了，还是便宜了。“成长型”主要是指那些吸引人的、快速成长的所谓“好”公司，比如，沃尔玛、Amgen、思科，或者最近的星巴克；同时“价值型”主要是指那些落后的、成长乏力的所谓“坏”公司，比如，福特、希尔斯或者卡特彼勒；“中性型”公司主要是指那些既不属于“成长型”也不属于“价值型”的公司。

从表 2-4 中可以看出，总体来说，三个小盘股的类别的收益要高于大盘股的类别。这并没有什么好奇怪的，毕竟小公司有更大的成长空间。并且，小盘股总体来说风险也比大盘股大，因为小公司的产品线单一，融资渠道匮乏，更容易破产。

让很多普通投资者，甚至专业投资者惊异和困惑的是，那些老态龙钟、成长缓慢的价值型股票的表现却优于那些活力四射、成长飞速的成长型股票。

代表“差”公司的价值型股票是如何能够战胜代表

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

"好"公司的成长型股票的呢？其实很简单，因为它们必须这样。试想一下，如果福特公司股票的预期收益和丰田差不多，那么哪个神志清醒的人还会去买福特公司的股票呢？为了吸引投资者投资其风险更大的股票，福特公司必须提供给投资者一个比丰田更高的预期收益。虽然福特公司可能会倒闭，但是如果它能够一直存在，那么它的股票收益率应该更高。福特公司的股票有点像一个 1 美元的彩票，这张彩票有 1/10 的概率可以得到 20 美元。你不会把你大部分的资产投资在某一只股票上，平均法则也认为，拥有大量的"彩票型"公司所产生的收益应该在一定程度上可以补偿那些一无所获的人。

> 好公司经常都是烂股票，而烂公司，总体上来说，却是好股票。

法玛和弗伦奇的工作备受争议，尤其是专业投资者中间引起了广泛的争论。一些批评的声音认为，他们的分析数据只是针对美国股票。针对这一批评，两位教授又进行了进一步的分析，并且发现所分析的 16 个发达国家中的 15 个，以及 16 个发展中国家中的 12 个市场中的价值型股票的收益率也高于成长型股票。

还有一些人认为，两位教授 1992 年研究论文中的分析结果仅仅是由 1963～1993 年间数据分析得到，具有一定的偶然性。因此，两位教授使用 1926 年以来的美国市场数据重新进行分析，得到了类似的结论。

关于他们研究的最后一项质疑是：从数据分析来看，小盘股和价值型股票可能确实是可以得到一定超额收益。但是，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

由于交易费用的存在，这种超额收益在现实世界中可能是很难得到的。最终，应用该理论在现实世界中的投资实践证明这种质疑也是错误的。法玛教授的学生，大卫·布斯（David Booth）成立了一家严格遵守法玛－弗伦奇模型的投资公司，即多维资产管理公司（DFA），表 2-5a ~ 表 2-5c 中的数据显示了 DFA 公司旗下的 11 只代表性的共同基金自成立以来到 2008 年年末的收益。

表 2-5a DFA 管理的法玛－弗伦奇策略基金的实际收益

共同基金	1993 年 4 月至 2008 年 12 月的年化收益率（%）
美国大盘股基金	6.37
美国大盘价值股基金	7.31
美国小盘股基金	9.08
美国小盘价值股基金	10.03

资料来源：DFA 资产管理公司

表 2-5b 外国发达市场股票情况

共同基金	1996 年 10 月至 2008 年 12 月的年化收益率（%）
外国大盘股基金	3.04
外国大盘价值股基金	4.94
外国小盘股基金	3.75
外国小盘价值股基金	5.64

资料来源：DFA 资产管理公司

表 2-5c 新兴市场股票情况

共同基金	1998 年 5 月至 2008 年 12 月的年化收益率（%）
新兴市场大盘股基金	6.94
新兴市场大盘价值股基金	11.38
新兴市场小盘股基金	9.33

资料来源：DFA 资产管理公司

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

虽然上表中数据的时间跨度比较短，但是它们完全是采用法玛－弗伦奇策略投资基金，并且发现小盘股和价值股确实存在超额收益。并且，这一策略是经得起实战考验的，因为在这些基金的运行期间，美国市场经历了历史上最严重的两次衰退。

既然如此，为什么投资者不根据法玛－弗伦奇模型的分析，只投资于小盘价值型的股票呢？原因可能是多方面的。首先，也是最重要的是，小盘价值股票虽然收益可能比较高，但是它也是股票市场中风险最高的一个类别。毕竟这个类别中包含的公司都是些规模小，并且状况不佳的公司。

在进行投资决策时，投资者不仅需要考虑其证券投资组合，也应该将自己从事的工作考虑在内，也就是把他们的人力资本和收入现金流考虑在内。如果投资者在一个小公司或者一个所谓的“价值型”公司工作的话，那么，他就不应该投资于这两类公司的股票，因为那样将使他自身暴露在同样的风险因素下，一旦这两类公司出问题，就会蒙受很大的损失。按照这样逻辑，只有最愚蠢的投资者才会投资自己所工作公司的股票，因为他们会发现自己有朝一日可能会同时丢掉他们的工作和个人资产，就如当年安然的员工经历的那样。

最后，小盘股和价值股可能在相当长的一段时间内落后于市场，后者曾经落后于市场 10 年，而前者更是曾经落后于市场 20 年。如果小盘股和价值股总是能够战胜市场，那么它们也就没有什么超额收益了，因为所谓超额收益实际就是对

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

小盘股和价值股可能存在落后市场风险的补偿。

因而，给予小盘股和价值股 1% ~2% 的风险溢价是合理的，因而，美国小盘股和价值股的预期收益大约 5% ~6%，而对于同时包含了这两个因素的小盘价值股而言，预期收益应该有 6% ~8%。

下面，我们来总结一下我们关于 2009 年早期分析得出的各类资产的未来预期收益（见表 2-6）：

表 2-6 各资产类别的预期收益率

资产类别	预期收益率（%）
国库券	-2
财政票据	-1
公司债	2
美国大盘股	4
外国大盘股	5
房地产信托	6 ~7
小盘和价值股	5 ~8

关于收益我们已经说了这么多，那么关于风险呢？在我以前的金融学书籍中，我费尽心机地使用历史上最糟糕的市场情况为例来说明风险。这次，多说这个概念有点多余了，因为在 2009 年，投资者对这个概念都已经是相当的熟悉。

一个股票市场衡量波动性，也就说所谓风险的简便方法是，统计标普 500 指数单日上涨或下跌超过 5% 的天数，在 2008 年后半年中，这个数字是 18 次；而在过去的 10 年中，这种情况只发生过 6 次。

在全世界主要的股票市场上，情况变得非常糟糕，标普 500 指数的这种处境已经算是比较好的了。在 2008 年 7 月到 10

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

月间，国内大盘价值股和小盘价值股的日涨跌超过5%的次数就超过25次，而国际大盘股同期出现这种情况的次数是23次。

数学细节：风险

只要有一段足够长的历史数据，并且对金融史有一定的了解，那么，投资者即使不借助复杂的数学，也可以对风险这一概念有一个合理的认识。当然，如果你愿意的话，我也绝不阻止你用更复杂精确的方法去衡量风险。

金融学家经常从标准差起步来分析这一问题。例如，下表中是一些资产类别过去20年月度的以及年化后的月度标准差。这一月度标准差只是根据240个月的收益数据计算而得，年化值则是将阅读数据乘以12的平方根。

1989年~2008年间部分资产类别的标准差 （%）

指数	月度标准差	年化标准差
标普500	4.19	14.50
CRSP 9－10指数（小盘）	5.97	20.68
EAFE指数（大盘国际指数）	4.89	16.94
新兴市场指数	7.01	24.29
20年国债	2.70	9.35
5年国债	1.33	4.61
30天国库券	0.16	0.57

这些数字与我们前面表中援引的数字是合拍的，它们显示这些资产类别在过去10年中最大的短期跌幅。

对这些数字的异议首先来自于那些精通数学却对金融知之甚少的人士，他们会认为标准差及衡量正向的波动也衡量负向的波动，而投资者只关注下跌的风险，也就是负向的波动。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

这明显是错的。几乎所有的正向偏差其实都伴随着负向的偏差，因而标准差也就给了你一个把握风险资产的机会。关于这一问题的一个最好的例子是长期资产管理公司（LTCM）。即使在它 1998 年出事之前，它的业绩就体现出很高的标准差，这就意味着其策略存在着相当的风险。换句话说，在长期资产管理公司的存续期间，它首先出现了很大的正向偏差，接踵而来的很大的负向偏差。即使在其存在的早些年，它的策略就体现出很高的风险。

一个关于标准差更严厉的批评是，股票收益并不是正态分布的，而是呈现出明显的偏度（Skewness）和峰度（Kurtosis），后者尤其显著。在 1987 年 10 月 19 日，标普 500 指数下跌 20.46%，并且道琼斯工业指数下跌 22.61%——近乎 -23% 的标准差，出现这种情况的概率大约为 2 乘以 10 的负 117 次方，相当于你的房子忽然进行了一次自发的量子重组，然后在另一个星系又合成了一个新的房子的概率。相似，2008 年标普 500 指数下跌 37%，大约 -3% 的年化标准差；从概率上讲这种事情每 741 年才会发生一次。然而这种事情在 20 个世纪就发生了 3 次。在 2008 年、1931 年（-43.25%）和 1937 年（-35.02%）。

正如尤金法玛指出的：“生活总是呈现厚尾分布”，其他的人也把这个叫做“黑天鹅”。深刻地理解风险不止需要统计数据，也需要你对历史有一定的认识，尤其是关于国家和市场的兴衰。就如同我前面说的一样，你越是了解历史，那么你所见的“黑天鹅”就越少。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

上面说的很多都不是重点，人生最大的风险莫过于人还没死，钱已经没了。要避免这点，我们需要未雨绸缪。因为历史变化无常，无论是关于金融、经济、政治还是军事的都是如此。任何统计的分析方法都可能会得出与常识格格不入的结论。

最常用的统计工具是蒙特卡罗分析方法，这种方法需要计算生成大量的服从正态分布的收益数据以判断一系列已知构型是否成立。

用蒙特卡罗方法分析的结果是与直觉高度相符的。你个人开始花得越多，退休时可用的就越少，一个人年金存的越多，成功的机会就越大。

然而，没有什么资产类别给投资者带来的不眠之夜会大于房地产投资信托，这类资产类别在 2008 年下半年的 116 个交易日中涨跌超过 5% 的日子超过了 45 次；超过 10% 的日子 16 次；超过 15% 的日子 3 次。

关于上面提到的波动性，有一点我们需要记住的是，即使在这些大涨大跌的疯狂日子中，任何一只股票的买卖都是平衡的。即使在下跌最为惨烈的日子里，一个投资者卖出的每一股股票都会找到一个买家。在市场下跌的时期，人们喜欢评论：“投资者像洪水一样逃离市场”，而当市场上涨的时期，人们喜欢评论说：“市场上各路资金蜂拥而至”。这里我再强调一次，这种说法是错误的。因为从货币市场基金和银

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

行账户里转移到股票市场的每一分钱，都意味着有同样多的钱正在流回到这些地方。

任何说这些废话的人，应该被金融警察拖出去，强迫他们在脖子上套一个大大的“乡巴佬”标志。再重申一遍，每个卖家都有一个对应的买家，反之亦然，所不同的只是每一次交易的价格会有不同。当市场上出现关于一只股票的好消息时，股票价格应该上涨到足以使股票的持有人愿意与热情的买家分享公司所有权的水平。同样，当市场上出现关于一只股票的坏消息时，股票价格必须跌倒足以使潜在的买家确认在此价格下他们未来可以得到合理补偿的水平。

换种说法，无论一个公司的前景多么光明，一个高过其合理定价的买价都不足以给投资者带来足够的收益。同样，无论一个公司的前景是多么黯淡，只要它的买价低于其合理的定价，那么同样是值得投资的。

这里又要提到房地产投资信托，无论如何，这种资产的未来收益都足以补偿投资者现在所经历的那让人头痛的波动，否则没人会买这种东西。相反，没有什么稳妥的资产可以产生高收益：没有风险，焉有收益？

这种高风险和高收益上次发生的时间是在大萧条阶段。我不是受虐狂，所以，下面我不会详细地介绍那些年里到底发生了什么，而是简单显示一下美国历史上最严重的熊市阶段的一些股票的收益情况：

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

资产类别	1929年9月到1932年5月的收益（%）
美国大盘成长股	-81.4
美国大盘价值股	-89.7
美国小盘成长股	-86.1
美国小盘价值股	-88.4

资料来源：http://mba.tuck.dartmouth.edu/pages/faculty/ken.french/data_library.html.

与上帝掷骰子

从前面的表中，以及我们最近市场的情况来看，很明显没几个人会去持有一个只有股票的投资组合。我这么说有两个原因，一个是，没有投资者会坚毅到能容忍其投资组合缩水50%以上，更不用说像1929～1932年的那么多了。在一个表格中看到超过50%的跌幅和这个跌幅实实在在地发生在你自己身上完全是两码事（正如在一个飞行事故应急演习中发生的事情与真实的空难是完全两码事一样）。

另一个不能持有单纯由股票构成的投资组合的原因是所谓的帕斯卡赌局（Pascal's Wager）。著名的法国哲学家巴莱斯·帕斯卡（Blaise Pascal）采用这一赌局来捍卫其对上帝的信仰：假设上帝不存在，无神论者赢，有神论者输。假设上帝存在，那么情况正好相反。

然而，每种信仰赌输后的结局却是大相径庭的。如果上帝不存在，那么那些虔诚的信徒所损失的只是通奸、喝酒和逃避繁复教会服务工作的机会。但是如果上帝确实存在，那么那些无神论者就会被打入18层地狱。所以，一个理性的人

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

（或者说一个相信全能的上帝实际上非常在乎他的所思所为的人）会选择去相信上帝。

相似地，当今，一个理性的投资者应该相信：经济最终将复苏，并且未来股票会提供一个良好的收益。如果他们相信这一点，那么所有的股票投资组合最终都会因为这个原因而复苏反弹。

但是投资者无法确知，是否会有类似 1929～1932 年那样的经济危机，甚至更糟糕的经济危机会来临。因此他们把资产平分在股票和高评级债券上面，这样的话，如果股票市场不幸地再次下跌，投资者也会因为持有股票而不至于穷困潦倒；并且，如果股票市场幸运地大涨，那么，他们损失的也不过是因为没有完全投资股票而少挣到的一些钱。

> 始终把帕斯卡赌局牢记于心：如果我的判断是错误的，那么，我的投资组合甚至我的未来将会怎样？

但是，如果他们全仓买入股票，并且不幸押错了宝，那么，他们就彻底完蛋了。因此，明智的投资者会买入一定比例的债券来减少其风险，因为这样做的话，他们判断错误所带来的结果就不会像全仓买入股票那么恐怖。

我们可以把投资过程的实质理解为：投资的目标并不是把大富大贵的可能性最大化，而是得到一个舒适的晚年生活，或不至于穷困潦倒地了结此生。

传统投资理念的潜台词多是要追求收益的最大化，比如

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

投资界一个典型的陈词滥调认为，要想达到收益最大化的目标，最好的办法是精选几只好的股票构成自己的投资组合。

这貌似很有道理：如果一个投资者希望快速致富，那么，试着去找一些类似微软这样的股票，并且在适当的时机全仓买入，那自然是最好不过了。问题是，很多公司甚至绝大多数上市公司最终都将倒闭，投资者这么做，很有可能最大化的不是收益而是其变成穷光蛋的几率。（如果你不相信我说的，那么，可以拿出一个世纪以前的上市公司列表来看看，你会惊奇地发现大多数的上市公司都已经不见了。）

法玛寻找天使却一无所获

我想此刻你心里可能在嘟囔："你所计算的这些低收益是骗人的！我可以自己精选一些好股票来得到一个更好的收益水平，或者，即使我自己做不到，我也可以通过找一个优秀的共同基金经理来做到这一点。我在电视上、广播里经常听到看到很多家伙是可以判断市场的走向。当然，我也会在市场再次崩盘之前及时地清盘。"

然而，我不得不说，想做到这点是不可能的。原因很简单：每当你想去买卖一只股票的时候，你总是需要一个交易对手，而这个交易对手很有可能就是高盛，太平洋投资管理公司（PIMCO）或者是沃伦·巴菲特。

还有一种比巴菲特做你的交易对手更糟糕的情况就是：

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

你的交易对手是你正买卖的这个上市公司的高管，这些人对于这个公司的了解很有可能比最聪明的分析师还要多得多。买卖一只个股就像打一场不知道对手是谁的网球，你可能没有意识到，此时你网球场上的对手其实是威廉姆斯姐妹。

在我们进一步钻研个人投资者和基金经理战胜市场是多么的困难之前，我们还是需要先认识一个人，这个人的名字我们前面已经提到多次，他就是尤金·法玛。在第二次世界大战后，尤金教授成长在波士顿的一个工人阶层社区，他在天主教教会学校上高中，之后在塔夫斯（Tufts）大学接受高等教育。在那里，他遇到了酷爱高尔夫球的经济学教授，即哈里·恩斯特（Harry Ernst）。此人对股票市场价格模式非常感兴趣，并且出售一份关于相关研究的新闻简报。

法玛起初主修法语，但是他很快结婚，并且发现要想得到更好的物质生活，可能需要转行，因此，他很快转到经济学专业。恩斯特教授雇他作为基金的研究助理，法玛的工作主要是研究盈利性交易策略。他发现了不少这样的策略，但是用经济学的行话来说，事后（ex post）有效的策略，事前（ex ante）可能都令人失望。

前面两个精炼的拉丁短语，其直观意思分别是“事情发生后”和“事情发生前”，是金融学上最重要的两个短语。在事后找到一个运行有效的策略是相当简单的，但是，法玛很快发现，在事前找到一个未来会行之有效的策略可绝非一块好啃的骨头。实际上法玛从来没有为恩斯特教授找到一个

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

可以在未来行之有效的交易策略。为什么会这样呢？

首先，让我们从事后的情况说起。假设你有 10 个股票相关的变量，它们可能在过去对于股票的收益有一定的预见作用。那么就开始吧，分十次分别测试一下它们是否有效。

但是，分别测试这是个变量还远远不够，如果我们把这 10 个变量中的两个分别组合，那么，我们得到 45 个可能的不同组合；如果我们把 10 个变量中的 3 个分别组合，那么我们可以得到 120 种可能的不同组合。㊀如果变量再多点，那么可能得到的组合将难以计数。如果一个好奇的投资者运气好的话，那么他肯定可以从这无数种组合中找到几个能使他赚大钱的策略组合，当然，他需要事前就能找到这些策略组合。统计学家把这种工作叫做“数据挖掘”。在一个经典的例子中，研究人员发现标普 500 指数收益率与孟加拉国黄油生产水平有很强的相关性。随机的验证这些变量，你会发现一些事后策略可能非常有效，但是放到事前的情况下可能就一点作用都没有了。

为了进一步地说明这个问题，我们来举一个例子：一个体育场能够容纳 10 000 人，假如这 10 000 人都被要求去抛硬币，如果落地时是背面朝上，那么这个人就可以坐下，然后仍然站着的人继续抛硬币。概率理论告诉我们，当抛完十次硬币以后，应该有十个人仍然站在那里。回到选股策略和主动型基金经理也是一样的道理，可能正巧某次某个策略或者

㊀ $C_{10}^{2}=45$，$C_{10}^{3}=120$。——原书注

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

某个人做得比较好。可惜的是，这种好的表现对于未来收益没有什么实际意义。

所有这些慢慢启发了法玛，从长期来说，没有人有能力成功预测股票市场的走向或者总是选择优秀的股票。一些择时策略或者是基金经理在短期内能够表现优异可能是随机的，长期来说，他们都将回复到平均状态。

所以，选择主动基金经理，或者基于历史表现而采取择时策略，这些事情都是蠢货干的事情。就像前面抛硬币的例子一样，确实有些人可能过去总是赢，但是到了下一次抛的时候，他可能赢的概率还是只有 50%。

法玛后来在芝加哥大学获得其博士学位，并且在那里开始了一段漫长却又辉煌的职业生涯。他最著名的一项成就是提出了所谓的有效市场理论（EMH），该理论指出：所有关于某一个证券的信息都已经或多或少地反映在了股票的价格当中。[⊖]这一理论对投资者有两点启示意义：第一，选股是没有什么意义的，也无所谓什么昂贵或者便宜；第二，股票价格只对新信息也就是所谓的“意外”有反应，因为“意外”是意料之外的，还没有被反应在股票价格中的信息。因此股票价格或者说是整个股票市场都完全是一种随机游走的模式。

⊖ 实际上有三种形式的有效市场：强有效市场，在这种市场中，所有的信息，无论是公开是还是私下的信息都已经反应在了股票的价格当中；半强有效市场，在这种市场中，只有公开信息已经反映在了股票价格当中；弱有效市场，这种市场形式假设过去的价格活动对未来的价格运行没有什么预测作用。——原书注

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

有效市场理论震动了整个金融界，对于初学者来说，这一理论等于是把整个一个投资流派，也就是所谓的技术派的理论扔进了废纸篓。技术派人士喜欢用“双底模式”或“头肩模式”这样的术语，从过去价格的波动趋势来猜测未来价格的走势。有效市场理论认为，技术分析无异于是一种占星术。[⊖]

不要被超级巨星迷惑

有效市场理论对于投资者的启示其实是再明确不过了：不要试着去择时，不要试着去选股或者筛选基金经理。

最近的威廉·米勒（William Miller）就是一个把好运气伪装成是所谓能力的最好例子，此君是美盛集团（Legg Mason）的老板。在1991～2005年间，他每年都能战胜标普500指数。如此长时间的优秀表现不可能只是靠运气，肯定也是因为他有超人般的能力，不是吗？投资者如果不投资于这个天才管理的基金简直就是疯了。

然而，事实是，不投资于米勒先生的基金可能恰恰是个明智的选择。在2006～2008年间，他的表现很差，几乎使其过去15年的优异表现功亏一篑。从1991年他开始掌管这只基金开始，到2008年年末，该基金的累计表现仅略微超越标普500指数，在这期间该基金的年化收益为8.5%，而标普

⊖ 也有一些证据显示，对于某些股票和整个市场来说却是存在一些通过捕捉价格运动模式来获利的证据，但是这种效果是非常微小的，并且在现实中获利几乎是不可能的，我们在第6章会进一步讨论这一点。——原书注

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

500 指数的年化收益为 7.9%。

并且，要想得到这样一个略微优于平均水平（市场基准指数）的收益，你还必须是从 1991 年开始，也就是米勒先生刚刚开始管理这只基金开始就投资于它，那时，这只基金的资产规模只有 7.5 亿美元。如果你是在 1993 年之后才开始投资该基金，但是它的资产规模是 9 亿美元，那么，你从它上面获得的收益可能还不如投资于一只被动型的指数基金。

然而，这只基金在 1998 年开始变得受人瞩目了，并且从那时起，它的资产规模很快达到 80 亿美元；任何在那年年末投资于该基金，并持有超过 10 年的投资者所得到的收益将比标普 500 指数年化收益还差 4%。

对于基金经理和所谓的市场策略分析师来说，今年的英雄人物，往往明年就会变成“狗熊”

到 2006 年，米勒先生管理的基金资产已经超过 200 亿美元，这时，他的基金开始急转直下，之后每年业绩都比标普 500 指数差 15% 以上。

如果米勒先生的故事只是一个孤立事件，那么，我们也就没必要太在意他了。不幸的是，投资者追逐高收益的行为就像在海边追逐海鸥的小狗一样，只是他们的结果更糟糕。看看美盛公司发展的轨迹吧。起初的小部分投资者前期得到了不错的收益，从而引起不明事理的投资者们蜂拥而至，然后这些人就在基金收益快速下跌过程中被深深套牢，又是一次悲剧的重演。在我以前的一本书中，我曾经讲过一个类似

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

的明星基金经理－罗伯特·萨博恩（Robert Sanborn）的故事，他可能早已被遗忘。但是，我相信10年以后，我还可能再找出一个和萨博恩或者米勒先生一模一样的例子来。

米勒先生可能很有才，但是他像所有的主动基金经理一样，会面临两大障碍。第一，他的基金要收1.75%的管理费，而这些费用是直接来自于基金份额持有人的资产的。第二，那些起初比较幸运或者成功的基金经理最终都为他们未来的厄运埋下了种子，也就是所谓的“资产膨胀”。在平静的1995～2006年间，米勒先生的基金吸引了大量的资产。当小投资者想买卖股票的时候，他对市场价格没有什么冲击作用，但是，当米勒先生和其他类似的基金经理想买卖股票的时候，情况就不同了。任何时候，如果米勒想买某只股票，那么这只股票的价格在他完成买入之前就已经涨到很高，等他买好了，股票价格也就开始跌回来了。当他卖股票的时候，情况正好相反。

因而，相对于较小的基金以及一些个人投资者而言，他的基金就会出现高买低卖的情况。在金融行业内，管这种由于买卖价格的不利影响而导致的大机构投资者长期所遭受的损失叫做“交易成本”，并且，在一些极端的情况下，交易成本可能会远远超过基金管理费。

到最后阶段的时候，美盛公司就像是一个闯入瓷器商店的公牛，会把它碰到的一切瓷器都打碎。更不幸的是，绝大多数米勒先生基金的投资者都是在它行将末路的时候才投资

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

的该基金。

很有可能，米勒先生以及他的那些基金份额持有人的故事，会成为纳西姆·尼古拉斯·塔拉布先生分析运气在投资行业的作用的超级畅销书《被随机事件愚弄》的一章标题。一些人把寻找业绩优异的基金经理的行为叫做：发现投资巨人，当这个巨人失败后，再找下一个。

那么，沃伦·巴菲特怎么样呢？没人会质疑这个传奇的投资家的高水平，但是，他也如同米勒先生一样遭受过资产膨胀的困扰：在截至 2008 年之前的几十年里，他控股的伯克希尔—哈萨维公司基金的年化收益率远优于标普 500 指数的年化收益率。但是，请记住，巴菲特先生是一个价值投资者，他管理的基金业绩优于前面提到的多维资产管理公司（DFA）被动管理的大盘价值型基金同期的年化收益率，但是，却落后于该公司小盘价值基金的同期年化收益率。

实际上，巴菲特先生是一位基金经理，但是他更像是一位商人。当他买下一家公司的时候，他会悄悄地来到这家公司一个隐蔽角落的办公室，帮助管理这家公司。并且，巴菲特先生的成功故事也不是什么秘密，市场因此给了伯克希尔公司的股票一些所谓“巴菲特溢价”，也就是伯克希尔公司的持有人为该公司一美元的资产所付出的代价远远超过一美元。这个来自奥马哈的圣人正在逐渐老去，可以想象该公司的这些所谓“巴菲特溢价”可能也行将末路。

寻找投资圣人的活动在投资信息服务领域更为流行，那

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

些新闻简报的出版者们向投资者兜售着市场择时是完全有可能的观点。希望我说这么多已经让你提高了警惕。

在这个领域最详尽的研究来自于两位金融专家，他们是坎佩尔·哈维（Campbell Harvey）和约翰·格雷厄姆（John Graham）。他们研究了来自132份金融简报的236种投资策略的表现，发现它们中只有很少集中策略可以战胜市场，并且战胜的幅度都只有几个百分点，但是它们中一些未能战胜市场的策略输得却很惨，不少比市场表现差10%～40%。这些策略输得这么惨，好像仅用运气不好来解释都显得牵强。哈雷和格雷厄姆确实找到一个所谓“热手”飘逸的现象。那些过去几个月策略表现不错的新闻简报经常在接下来的几个月表现也会不错，但是，这些新闻简报只是在同业之间进行比较，并没有与市场进行比较。其实即使这些表现比较好的“热手”实际也很少战胜市场。并且，这种“热手”效应是一直在漂移的，所以，如果你想从这种短暂的获利效应中获益，那么，你必须订购所有的132份简报，并且判断谁是本月的“热手”。

然而，在哈维和格雷厄姆的研究报告中，也确实建议了一条可行的新闻简报策略：找到最差的简报，并且按照它的建议进行反向操作。

博格大获全胜

即使是最好的基金经理，也无法连续地战胜市场，而且

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

试图这么做的成本也很高，那么，我们该怎么办呢？在详细讨论这个问题之前，我们应该先认识另一个投资界的人士，约翰 C. 博格（John C. Bogle）。⊖

就像法玛一样，博格也没有生在大富大贵之家。在经历了一段风雨飘摇、几近毁掉他普林斯顿奖学金和大学教育的起步之后，博格最终在 1951 年以优异的成绩毕业。一篇大学毕业论文可以改变整个一个行业的情况是很少见的，但是博格的《投资公司的经济地位》却做到了这一点。该文介绍了新兴的共同基金行业，并为其未来发展提了一些建议，很快博格先生就会用文中提到的观点去改变投资行业的未来。

毕业之后，威灵顿管理公司（Wellington Management Company）雇用了他。不幸的是，博格正好赶上了 20 世纪 60 年代的那场股市狂热，这场狂热就如同后来 20 世纪 90 年代的互联网泡沫时代一样，只要加个“.com”就可以使股价上窜。而那时的市场是产生了大量名不符实的企业财团以及名字后面带上电子后缀的公司，这些公司受到市场热捧，股价飞涨，后来又狠狠地跌落下来。

一个人经常是因其在逆境中生存而在历史上留下足迹。前面提到的以大财团和电子后缀为代表的股市狂热一定程度上塑造了博格的性格。首先，他充分意识到了挑选个股的成

⊖ 多年来，杰克是我非常珍视的一个朋友。然后，我们之间没有任何商业往来，我在他建立的公司——先锋资产管理公司里也没有利益，只是我喜欢他管理的共同基金。他与先锋基金的关系也是众所周知，他目前已经不再是该公司的常务负责人，而是在 1999 年退下来担任该公司的董事会主席。——原书注

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

本和危险性。其次，他被解雇了。不过他并没有停滞于此，而是开始着手把威灵顿变成自己的公司，经过一番激烈的董事会混战之后，他终于说服威灵顿基金的管理人同意从威灵顿管理公司中独立出来。这场混战一定程度上来说是不公平的，因为博格有一样秘密武器，那就是他在准备大学毕业论文阶段所学习的 1940 年《投资公司法》。当混战的硝烟散去后，博格有了他自己的公司，他的“革命也正式开始了”。博格首先成立了一家投资服务公司，该公司实际管理着原威灵顿基金，并且他把该公司命名为“先锋”。依据 1940 年投资公司法中一条晦涩的条款，博格把这家投资服务公司的所有权转移到了先锋基金而不是他自己的名下。因为先锋基金的持有人拥有这只基金，这也就意味着他们实际上拥有先锋投资服务公司。因而，所有先锋公司的利润实际上最终都流到了其基金份额持有人的手里。博格也就等于是把先锋公司变成了一家非营利型的机构，完全为其客户也就是持有人的利益而工作。虽然，过去有些大型的保险公司（比如明尼苏达基金）也是以这种方式运行，但是，这种结构在投资行业是独一无二的。

接下来，博格开始把法玛等人的研究成果用在他自己的共同基金的管理上来。他注意到大型的共同基金一般收取 1.5% 的管理费。有效市场假设预测这些共同基金从长期来说不可能持续地战胜市场，总的来说，因为它们的管理费以及其他一些成本，这些主动型的基金应该会把市场的总体收益

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

拉下来，因为它们本身就是市场的主体。然后，博格亲手对此进行了验算，发现事实确实如此，主动型基金的平均收益比市场差1.5%。“看看吧，理论被实践证实了”，他高兴地记下了这段话。之后，先锋公司创立了世界上第一只指数基金，起初，这只基金被基金业的同行称之为“博格的愚蠢杰作”，但是，最终，先锋500指数基金变成了世界上最大的共同基金。

其他人也开始步博格的后尘。如我们前面提到的法玛的学生大卫·布斯，他在导师理论的庇佑下，于1982年建立了多维资产管理公司。与他一同创建该公司的还有雷克斯·辛克费尔德（Rex Sinquefield），此人也是芝加哥大学MBA。他们两人专注于这一新型的被动化投资。接下来，起初那些对这种新趋势视而不见的基金管理公司也坐不住了，开始推出自己的被动投资产品。最终，在20世纪90年代，一种新型的投资工具交易所交易型基金（ETF）正式推出，这种基金像普通股票一样，通过交易所进行交易，并且此类基金几乎清一色地采用被动投资的策略。

值得注意的是，我使用了两个不同的术语来形容这种新型的投资方式，即“指数化”和“被动管理”，这两个词并不是完全相同。前者指的是该基金只按比例投资于某支指数的成份股，如标普500指数，该指数的成份股是由标普公司的相关委员会决定的。该委员会每年更新指数中的部分成份股一次（或两次），然后相关的指数基金也要做相应的更新。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

另一个流行的指数是罗素 2000 指数，该指数包含了总共按照总流通市值排名的第 1001 名～第 3000 名的股票。

对指数基金来说，这是一个麻烦并且昂贵的过程，因为，一旦指数成份股调整，所有的相关指数基金必须同时你争我抢地去买入新入选股票和卖出落选股票。这种交易也会引起前面困扰米勒先生的交易成本。

罗素 2000 指数的这一问题更为严重，因为选择成份股的过程是完全透明的，市场上的投机者可以轻易地知道哪只股票会在下一个成份股调整日入选，哪只股会落选。因此，在调整日到来前，投机者会提前买入入选股，卖出落选股，引起股价上升或下跌。这种“预交易”行为使得挂钩罗素 2000 指数的基金深受其苦。

相比之下，“被动管理”的公司实际上会构造他们自己的指数，并且使得指数中股票的更换比例最小化。多维资产管理公司就使用这样的方法，并且它还更进一步，买入满足它自定标准的股票，这些标准一般包括公司总市值和公司的净资产。多维资产管理公司首先形成一个符合条件的股票列表，然后只去买那些他可以以比较低的交易成本买到的公司。因而，阻止了投机者的预交易。换句话说，多维资产管理公司无需买入满足其条件的所有的股票，而只是买入那些交易成本合理的公司股票。

还有些公司解决上面提到的“指数化难题”的方法是，使用一些比较冷门的指数。比如先锋公司在与标普公司经历

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

了一场指数使用费的争论之后，就开始把它大多数的指数基金转向摩根士丹利资本指数体系（MSCI），这个指数相对不是很流行。

也有基金公司采用所谓“全市场指数”作为标的，这类指数几乎没有什么成份股调整一说。这些指数中最流行的是威尔逊 5000 指数（Wilshire 5000），该指数起初包含美国市场上最大的 5000 家公司的股票，现在这一数字已经超过 6700 家，它几乎包含了美国市场上所有的上市公司的股票。只有当某个公司破产、跌到一文不值或者被兼并收购的时候，它才会被从这个指数中剔除出来，此时交易该股票不会引起什么交易成本。

长期来说，指数化投资和被动投资相对于主动选股的传统投资的优势是不可逾越的。现在我们来统计一下三类主动管理型基金的平均成本。

（%）

	大盘	小盘/海外	新兴市场
费用比率	1.3	1.6	2.0
佣金	0.3	0.5	1.0
买卖价差	0.3	1.0	3.0
冲击成本	0.3	1.0	3.0
总计	2.2	4.1	9.0

第一行是费用比率，它包括基金管理费和其他一些运行费用的总和；第二行是基金支付给经纪人的佣金；第三行是基金买卖股票时支付的买价和卖价之间的差额；最后一行是规模较大的基金交易股票时所面临的冲击成本。第三行和第

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

四行一道构成基金的交易成本，这个我们在前面已经讨论过。一个投资者可以从基金的年报、招募说明书或者网站上轻易地找到基金的费用比率。但是要想找到佣金水平就需要费点周折了。至于后面两项买卖价差和冲击成本基本在公开的文件上是找不到的。[⊖]

> 表现时好时坏，但是对于主动型基金及其客户来说，费用却是一直存在的，并且从长期来说，这种高费用的障碍是很难超越的。

对于一个不免税的账户而言，主动型管理还面临着另一层不利因素：较高的持仓换手率会引起较多的资本利得，而资本利得是需要缴税的。一般的大盘基金平均每年因为资本利得产生的收益大约为5%～10%。当前，对这部分利得的联邦税率大约为15%左右，再考虑一些地方政府的税收，投资者每年对于非退休账户中持有的股票资产应增加1%左右的税收负担。

单纯地从数学的角度理解，绝大多数的主动型基金基本上都没有存在的必要。如果所有这些劣势都是真的，那么，为什么我们还要主动型基金呢？

就像烟草和枪支行业一样，共同基金行业的从业者也非常善于把一些明显的谬误合理化。在诸多的没有什么说服力的理由中，能够把轻信的投资者搞晕的说法有如下几个。

“指数基金去年表现太糟糕了。”这句话偶尔是真的：金融市场上充斥着一些统计学上的噪音，在某一年，那些主动型基金经理押的注可能会很成功，足以补偿大盘基金2.2%的

⊖ 一些私营的小公司，为它们的客户提供此类数据。——原书注

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

总费率。或者，某年当标普 500 指数表现一塌糊涂的时候，挂钩的指数基金可能很难跑过一只可以配置于表现更好的资产类别的主动型基金。比如在 1977 年、1978 年和 1979 年，晨星数据显示，先锋标普 500 指数基金分别只是战胜了 15%、25% 和 28% 的国内股票型基金。然而，从长期来说，指数基金却明显超越其同类的基金。在截至 2008 年 10 月的前 15 年中，先锋 500 指数基金战胜了 73% 的类似投资标的主动型基金，以及 68% 的全市场主动型基金。

“指数化投资对于美国大盘股来说可能是有效的，但是对于小盘股以及外国股票来说可能就不是很有效了。在这些领域投资者需要有主动型基金管理人。”事实是，小盘股基金和外国股票基金一样有很高的费用。在过去 10 年中，先锋海外市场基金战胜了 69% 的同类标的基金；同样，在过去 15 年中，多维资产管理公司的美国小盘股和美国小盘价值股分别战胜了同标的主动型基金中的 73% 和 80%。

“主动型基金在下跌市中表现更好。”这点也没什么好说的，看看数字吧，简单明了。从 1973 年 1 月到 1974 年 9 月，根据理柏基金评级公司的数据，国内股票型基金平均下跌 47.9%，而标普 500 指数只下跌了 42.6%；从 1987 年 9 月到 11 月期间，主动型基金稍微表现好一点，下跌 28.7%，低于指数 29.5% 的跌幅，但是，这个小小的优势并没有什么好夸奖的，因为主动型基金都有 5% ~10% 的现金头寸，考虑到这个，它们应该做得更好；最后，在 2008 年，先锋 500 指数基

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

金战胜了晨星大盘混合型基金类别中62%的基金，考虑到那些主动型基金很大的现金头寸，这种差异真是让人诧异。

“指数基金注定你只能有平平庸庸的收益。”如果平庸意味着能够战胜60%～80%的同类基金的话，那么，这种说法是正确的。作家、基金经理比尔·舒尔茨（Bill Schultheis）曾经把“主动vs被动”的比较比作一个盒子游戏，在这个游戏中，主动投资行业为你提供了10个盒子，这10个盒子中分别装着以下10种可能的收益：

$1000	$2000	$3000	$4000	$5000
$6000	$7000	$8000	$9000	$10000

另一方面，指数基金提供的是确定的8000美元的收益。虽然主动投资有可能存在9000美元或者10 000美元的收益，进而超越指数基金的收益。但是，大多数的时候能够稳妥地得到8000美元还是更好一些。

这个盒子游戏的比喻也揭示出一个我们应该坦诚对待的指数化投资的合理批评，那就是：不要让投资影响你安家立命的本钱，这是投资的实质之一。正如前面的游戏预示的，这个游戏的本质不是要你像科雷瑟斯[⊖]一样富有，而是避免你退休之后会困苦潦倒。如果你一定想尝试一下主动投资的风险，那么你最好确定你能够承担由此引起的风险。

可能你也很关注那些经过了10～15年后，能够战胜相关

⊖ Croesus，公元前6世纪小亚细亚吕蒂亚王国极富的国王。——译者注

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

指数和指数基金的那 1/3 的主动型基金。如果你这样想的话，那我劝你最好打消这种想法。首先，前面的数据其实低估了指数基金的优势，晨星的数据存在所谓的“幸存者偏差”的影响，这意味着大部分表现差的基金已经由于表现糟糕而从主动基金的池子中消失了。其次，过去 10 年的低收益大大有利于主动型基金，因为，主动型基金都有较大的先进头寸。但是，很快这种情况就会改变。最后，也是最重要的是，正如前面米勒先生的故事所显示的那样，即使在 15 年这样长的一段时间里，运气还是经常扮演着很重要的角色。

好运气比智慧更重要

运气与技巧之间的交互关系是投资领域最容易让人误解的地方之一。要想说明这个问题，一个简单的方法就是画出一个如图 2-3 所示的示意图，里面列出了很多假想的基金经理，并根据其对这个因素的分配而将其分区。

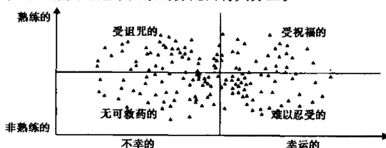


图 2-3 一个基金经理的运气和智慧

资料来源：Adapted from Richard C. Grinold and Ronald N. Kahn, *Active Portfolio Management* (New York: McGraw-Hill, 1999), 479.

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

从图中可以看出，那些有技巧却没有运气的基金经理，这里被称之为“受诅咒的”；同时，那些有运气却没有技巧的基金经理，则被称为是“令人难以忍受的”。我有意地把代表幸运的坐标轴画得比代表技巧的坐标轴更长一点，意在说明前者比后者发挥的作用更大。至于米勒先生和萨博恩先生究竟是始于“被保佑的”象限，然后又不幸地转到“受诅咒的”象限，还是从“令人难以忍受的”象限转到“灾难性的”象限，投资者可能永远也无从知晓。

即使是从一二十年这样一个时间跨度上来说，我们不可能过分强调在选股过程中运气比技巧更重要多少。并且，被动的指数化投资也没有什么神奇之处，只要主动型基金经理愿意收取很低的管理费，分散化其投资组合，并且尽可能地减少股票的换手率，那么他们一样可以为投资者创造不错的价值。

债券基金：一个更平和的领域

债券投资中涉及的运气成分相对来说就少得多了，因而，也能提供一个更为清晰的低成本被动投资的图景。不同于股票投资可能有大量不同的组合结果，债券投资在政府债券、市政债券和高收益公司债之间组合配置都大同小异。在这里，低成本所带来的优势就变得不可逾越了。在截至 2008 年年底的过去 10 年中，先锋公司的短期、中期和长期债券基金分别

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

战胜了 99%、96% 和 92% 的同标的主动型债券基金。并且 15 年期的限期、中期和长期免税基金（该类基金并非指数化投资，而是以最低的成本买入某一期限区间内的所有市政债券）分别战胜了 92%、82% 和 97% 的同标的主动型基金。

股票和债券都只是投资这道大餐中的食材，在下一章中，我们将学习如何把它们烹饪成“一道道”投资组合。下面，我们先来总结一下我们已经学到的东西。

本章小结

风险和收益是一枚硬币的两面：长期的高收益意味着有时会遭受惨痛亏损；与此同理，投资安全的资产也就别期待可以得到高收益。

在某个特定的一天、一月或者一年，当股票下跌严重的时候，大多数的权益证券都很难独善其身；此时只有债券可以保值。然而，从长期来说，不同股票的产生收益可能会大相径庭，并且同时持有所有这些股票可以最小化你亏到一文不值的可能性。

投资者对股票和债券历史收益的了解越多越好，这些东西对于测量相关资产的风险非常有好处。然而，历史收益对于未来收益的预测是非常不可靠的。永远也不要用过去的收益预测未来，尤其是当过去收益在某段时间变得异常的高或者低的时候。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

明智的投资者会用高登方程来预测股票的未来收益，也就是分红比率和红利增长率之和。对于债券来说，预期收益率等于票息率减去债券的预期违约率。

在市场受到极端政治经济风波影响的时候，风险是最高的。这将打压股票和高风险债券的价格。因此，这一阶段买入的股票和高风险债券的收益率是最高的。相反，在市场平静乐观的时期买入的股票和高风险债券的收益是最低的。

小公司股票和价值型股票的收益率一般会高于市场总体水平。但是这一效应是很不稳定的，有时这两类股票会连续十几年跑输大盘。

当前时期，所有风险资产的预期收益率都是非常诱人的。所谓预期收益率只是我们基于现有信息基础上所做出的最佳预测，就像某天晚上某家赌场中所有赌徒的收益可能有天壤之别。

投资者应该关注那些使其不至于在穷苦中了却此生的投资组合。过于集中的投资组合可以加大你变富的机会，同时也最大化了你穷困潦倒的可能。

投资者最好不要寄希望于选股票、选基金或者进行市场择时。虽然短期内你经常可以看到一些这么做的成功例子，但是，他们做到这一点是靠运气而非水平。不过，好运气总有一天会离你而去，就像它离开可怜的米勒先生以及他那些基金份额持有人一样。投资者最好还是通过最小化费用的方式来最大化收益。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第 3 章
Chapter 3

投资组合的本质

因为我们无法预知未来，因此我们需要多样化。

——保罗·萨缪尔森

如果可以的话，你想象一下一个日本投资者在 1989 年 12 月临近退休时所面临的情景。这时，在这个旭日之国的土地正在不断升值，土地评估师还在认为单是东京皇居周边的土地价格就将超过整个加利福尼亚房地产价格的总和，并且，日本的商人吞并美国的公司和房地产就像是吃薯条一样简单。日本的制造类企业用源源不断上市的高性价比的汽车及其他消费类商品把欧美的竞争者打得惨败。在接下来的 20 年里，丰田在美国市场上卖出的汽车会比通用还多。

不出所料，这一时期日本股票市场为他提供的退休金也是超乎预期。在那之前的 20 年里，起初 1 美元的投资会上涨到了令人惊异的 57.23 美元。我们想象此君退休后生活肯定会穷奢极侈，他想拥有夏威夷的海边公寓以及所有他心中所

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

想的物质生活，应该都能满足。

然而，不幸的是，他的故事却没有一个幸福的结局。在接下来的1990～2008年的19年里，起初1美元的投资跌得只剩下60美分，这还是考虑了红利再投资的结果。除此之外，由于日本股票在1989年的时候已经是严重的高估，其实已经根本没有什么红利可分。

> 除非你将你的投资多元化，否则，1989年日本投资者的惨剧就很有可能会发生在你身上。

随后，他的组合可能没有他自己那么长寿。他如果每年从他的组合里取出相当于其1990年市值5%的钱，到2002年，他的组合就会被抽干。最糟糕的是，他确实亲眼看到了这一惨剧的发生。就在他退休的第三年，他的组合在市场下跌和账户提取的双重压力下缩水了近一半。

如果他的组合中有点债券的话，那么他的境遇就会大为改观；如果他已经把部分的钱投资在美国或者欧洲股票上的话，那么，他的组合说不定还会升值。

作为一个美国投资者，你会因为这个故事而自鸣得意吗？最好不要，因为相似的事情很有可能在2008年就发生在美国投资者的身上。在接下来的20年里，美国股票很有可能总体表现不如日本股票，就如同其在1970～1989年一样，也有可能有另一个国家的股票或者债券市场会比这两个国家的股票市场表现都好，抑或是美国股票再一次称冠全球，我们都无从知晓。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

为什么不避开这些风险资产，只把你的资产投资在国库券或者是无风险的银行储蓄账户呢？对于一个一般的退休者而言，这可能不是一个好主意。根据社会保障机构的研究，美国65岁的退休男女的平均寿命分别是81.67岁和84.50岁。并且由于更为健康的生活方式以及更为先进的医疗保健，人们活到90岁甚至95岁的也没有什么稀奇。

国库券当前的收益率接近于0，而历史上的平均通货膨胀率大约为3%。因而，如果退休工人们每年花掉其资产额的5%用于日常消费，再加上3%的通胀损失，就意味着他们的储蓄每年就会减少8%左右，照这样的速度下去，只要12.5年，他们就会把储蓄花的一干二净。这个测算都算是比较好的情况了，因为它完全没有把可能的恶性通货膨胀以及昂贵医疗支出考虑进来。

对于年轻人来说，只投资于无风险资产就更危险了。因为，那样就意味着他们的退休账户从一开始就可能不够用。如果你第1章没有白读的话，那么你应该知道如果不承担风险，投资者能够得到的收益少得可怜。在当前的情况下，风险似乎很高，并且投资者相应的也就需要更高的风险补偿，这就意味着当前的风险资产收益也很高。要想得到这种高收益，最保险的方法就是把你的投资在各种风险资产中分散开来。

四项重要的预备

在开始进行资产配置决策这一投资过程中最重要的环节

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

之前，你需要理解四件事：尽可能地储蓄；确保你有手头有足够的流动资产应急；广泛分散；使用被动指数投资工具。

如果你不能存钱的话，那么，你就可能就不必浪费时间读这本书了。请永远把投资的定义牢记于心：所谓投资就是把当前的消费推迟到未来。如果你不能够推迟当前的消费，那么，你主动选择在穷困中老去，即使你拥有沃伦·巴菲特一样的聪明才智也无济于事。

尽可能多地省钱，直到你离开人世之前都不要停止这么做。一些经济学家也曾提出过所谓的“消费平滑”理论，就是说在整个一生中保持一个相对平滑的生活水平，避免“过度储蓄”（也就是试图把过多的消费递延到未来）。永远记住帕斯卡的赌局：避免最坏的情况发生至关重要，过度储蓄远胜于储蓄不足。看看今天的美国，成千上万的人因为他们曾经“省得太多”而感到庆幸；而成百万上千万的人却因为他们“存得太少”而后悔不已。

同样是出于谨慎的考虑，在你打算用你的储蓄构造长期投资组合的时候，最好留出足以应对 6 个月吃穿住行甚至疾病治疗的费用。这些钱应该放在应税账户里，避免出现在 59 岁半的最早退休年龄前从 IRA 或者 401（k）账户中取钱，而面临严重的罚则（投资者也可以在 59 岁半前从 401（k）账户中取钱，但是记住，这样做付出的代价是很大的。）。

本书主要针对的是长期储蓄计划，比如退休、长期慈善捐款、儿孙信托基金以及超过 15 年的大学教育储蓄等；而不

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

是针对少于 5 年的短期储蓄计划，比如购房首付储蓄。对于这些短期储蓄来说，操作方法是很简单的：把这些钱投资于最安全的短期账户中，比如高信用等级的短期债券以及银行存款。如果你想买债券或者债券基金，那么，要确定这些债券的到期日是在你用钱日子的前面。最不明智的事情是把你准备买房的钱投资于股市，最近的市场经理应该可以使你明白，这些钱可能在短短 12 个月中跌去一半。

尽可能地分散化你的投资组合。虽然你可以使用股票和债券自己构造一个 DIY 的投资组合，但是这么做其实是很不明智的。

就如人一样，绝大多数的公司最后都会消亡，也就是死掉。每过 10 年，都会有 2/3 的股票表现逊于大盘，绝大多数的市场收益其实都是来自于相对少数的几家成功公司，比如有 115 年历史的通用电气。兼并和拆分有时也会有很大的影响，比如 20 世纪 AT&T 与标准石油公司的拆分。

你可能曾经听人说过，15 只或者 30 只股票的投资组合就已经可以说是相当分散了。从统计学的角度，确实如此。相对小的投资组合的波动性可能比整个市场还要小，但是这种说法还是漏掉了一个关键问题：虽然波动性不大，但是小投资组合还是很有可能会把你送到贫民窟里去。研究人员，罗·苏尔士（Ron Surz）曾经构造了 1000 个包含 15 只股票的投资组合，并且用 30 年的时间跟踪其表现。结果发现，这其中大约 5% 的幸运组合收益超过市场收益的 2.5 倍，但是有

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

50%不幸组合的收益只有不到市场收益的40%。

确实，选择少量股票构成投资组合会增加你发大财的机会，但是，正如我们前面学到的，它同时也增加了你一贫如洗的可能。通过被动的方法投资于整个市场指数或其指数基金，你能确保你可以买到所有的成功公司，并且取得市场收益。确实，你也会同时拥有所有市场上失败的公司，但是这无伤大雅。那些失败股票让你损失的钱最多也就是你投资的成本，但是，那些成功的股票却可以让你在一二十年时间里得到10倍，甚至100倍的收益。这样的股票错过一两只，就会伤害你的组合。例如，威尔逊5000指数基本涵盖了美国市场上的所有公开上市的股票，你估计是很难得到一个比它更多元的投资组合。你可以从很多基金公司，以0.07%的年费率买到这样一只指数的指数基金，这个费率远远低于你买到所有这些股票所要支付的手续费用。

资产配置的两个步骤

在明白了这些预备知识后，我们现在终于可以开始考虑资产配置的具体过程了：如何把我们在第1章中介绍的那些资产类别融合于现实世界的投资组合中？好消息是，这个过程确实不是太复杂，只需两个步骤：

第一，在股票和债券之间进行配置；

第二，在不同的股票资产之间进行配置。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

关于第一层股票和债券配置的问题，我们使用投资管理大师，查理·埃利斯（charley Ellis）所提出的包含隐喻的问题来开始解释：

问题：如果你能够选择，那么你倾向于哪一个选项？

选项 A：股票大幅上涨，并且在高位运行了很多年。

选项 B：股票大幅下跌，并且在低位运行了很多年。

当然，这是一个有点迷惑性的问题。绝大多数的投资者都会选择选项 A，但是，埃利斯指出长期投资者应该倾向于选项 B。

为了理解其内在原因，让我们来看看高登方程分析的美国股票 2009 年的情形。当前的预期收益是 2.5% 的分红比率加上 1.32% 的历史红利增长率。因而当前的分红比率而非红利增长率构成了股票收益的主要组成部分。埃利斯指出：

“就像你买奶牛是为了得到牛奶，买母鸡是为了下蛋一样，我们买股票的主要目的是要得到其当期的和未来的收益。所以，当你买奶牛的时候，你当然希望奶牛的价格可以低一点，这样你同样数量的投资就可以得到更多的牛奶。”

或者就如一条华尔街的俗话说的：“奶牛产奶，母鸡下蛋，股票当然是要分红。”如果你是一个 25 岁的小伙子开始存退休金，那么，他最好跪地向上帝祈祷，让这漫长、惨烈的熊市再来得长一点，这样我可以买到更便宜的股票。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

然而，对于老年投资者而言，情况就不同了。正如我们前面看到的日本退休者的经历一样，熊市对于退休者来说可不是什么好事，因为它会蚕食掉他们的退休金。

> 对于一个年轻的投资者而言，最佳的市场环境自然是一个漫长、惨烈的熊市；但是，对于一个即将退休的人来说，情况肯定不是这样。

按照常规，年轻的投资者的投资风格应该更加激进。原因是，从长期来说股票往往变得更加安全。但是，如果考虑到圣彼得堡、开罗、新德里和布宜诺斯艾利斯证券市场20世纪早期的情况，这么说可能也不确切。

然而，即使如此，年轻的投资者应该更多地投资股票，因为他们有能力可以在市场低迷的时候大举买进。更确切地说，这是因为年轻投资者的“人力资本”比其“金融资本”更为雄厚，也就是，他们未来的工资收人应该大于其未来储蓄和投资。从金融投资的角度来说，人力资本就像是股息率与通胀挂钩的债券。

因为人力资本的存在，年轻人本身就等于是拥有了大量债券类资产，因而，他们可以持有更多甚至完全持有股票类资产，这与投资组合的理论一致。

而对一个退休的人来说，其拥有的人力资本已经很少，（很难把退休金称之为人力资本的来源），因此，他们的投资应该更为保守，即使股价下跌，也不宜大量买人。

绝大多数投资者都是介于这两类投资者之间的，比如中年投资者，这类人应该均衡地把资产配置在股票和债券上面。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

因此，年龄是你决定股票债券配置时要考虑的首要因素。

投资者的风险厌恶水平是第二位的因素。这里再次强调一下，最近糟糕的市场环境已经使我对这一问题的解释更为容易。当我在1995年和2001年期间写前两本书的时候，我不得不把大量的精力用在解释这个问题上面。这里，我引用近一个世纪前的一个著名记者弗莱德·施瓦德（Fred Schwed）曾做过一段经典的论述：

“对于处女童男来说，有些东西无论用语言还是图画都是解释不清楚的。我这里解释的也很不详尽，只是感觉有点像你失去了你曾经拥有的一大笔钱。”

到了2009年，几乎所有的投资者都已经失去了他们的贞操。所以，他们现在无需任何论述或者图画就可以理解这个问题，“你应对金融危机的能力如何？”更确切地说，在过去几年里，投资者曾经干过这些事吗？（1）卖出，（2）持有，（3）买入更多，（4）买入更多，并且希望市场继续下跌以便能够再买一点。从你的选择上你可以看出你的风险承受水平是怎么样的：（1）低，（2）中等，（3）高，（4）很高。类似的答案也适用于下面这个问题：你的纪律性有多强？没人会说这是一个容易回答的问题。

决定债券配置的最重要的因素是投资者的年龄。甚至我们可以简单地认为，投资者的债券投资比例等于其年龄。因而，一个20岁的投资者的股票/债券比例应当为80/20，而一个70岁的投资者的股票/债券比例应该为30/70。之后，投资

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

者可以根据其风险承受能力来调整其配置比例，如下表：

风险承受能力	在年龄法配置比例上所做的调整（%）	例子：一个50岁大的投资者的股票债券比例（%）
很高	+20	70/30
高	+10	60/40
中等	0	50/50
低	-10	40/60
很低	-20	30/70

因而，综合考虑年龄—债券比例法以及风险承受能力，我们发现一个50岁的高风险承受能力的投资者与一个30岁的中等风险承受能力的投资者的股票债券投资比例都为70/30。一个90岁的中等风险承受能力的投资者与一个70岁的低风险承受能力的投资者的股票债券投资比例都是10/90。

上面的方法只是一个起点。如果一个极端富有的80岁投资者，其每年只要1%左右的资产即可满足日常生活所需，那么他的股票投资比例就可以远远高于其同龄的投资者。因为，无论其股票投资比例有多高，他都不大可能入不敷出。实际上，他的资产更多的是为其儿孙或者某个慈善基金准备的。

而对于一个每年要花掉其资产总额7%的70岁的投资者而言，他最好可以稍微节俭一点，并且，把其大部分的资产投资于承诺每年提供固定金额返还的保险公司合同上面。这样，如果他有幸能多活几年的话，才可以保证一个比较体面的每月收入。不幸的是，我们在本书第5章中会发现，虽然固定年金合同理论上来说可以提供一个“长期保险”，但是，这种合同的发行者（即保险公司），却使得签订这些合同本身

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

就需要很多的“策略”。

一般情况下，年轻人倾向于高估他们的风险承受能力，对风险的理解是需要不断学习的。回忆一下施瓦德曾经说过的：看着图表上25%的下跌，甚至极端情况下40%的下跌觉得没有什么大不了，因此觉得完全可以承受80/20的股票债券比；但是当这种厄运真的发生在投资组合上的时候，感觉就完全不同了。

> 资产配置决策中最重要的一环是股票债券配置，这一配置可以采用年龄—债券比例法确定。

年长一些的投资者就大不同了，这些人曾在熊市里摸爬滚打过，他们知道市场下跌经常会有一个尽头。经常，他们都会后悔错过了低点买入的机会，并且如果下次类似的情况再次发生时，他们会抓住这个机会。

关于这个古老智慧的经典例子，发生在20世纪70年代末和20世纪80年代初，当时，《商业周刊》在1979年发表了一篇著名的封面文章《股票之死》。在这篇文章发表前的十几年里，股票市场表现低迷，收益只有个位数，甚至落后于通货膨胀率。几乎所有的人都对股票市场失去了信心，部分年长的投资者却仍然抱有信心：

“在1970～1975年间，除了65岁以上这个年龄段之外，几乎所有年龄段的投资者人数都在减少。那时，65岁以下的投资者的人数减少了25%，而65岁以上的投资者人数却增加了30%。只有那些对这个国家金融市场的变化无动于衷，固

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

步自封的老人们还在坚持买卖股票。”

这篇文章还引用了一个年轻的公司高管的话：

“你最近参加过美国公司的股东大会吗？那里都是一些老人，股票市场就是这样完全没有活力。”

可笑的部分当然是在于那个年轻高管和《商业周刊》说的话，他们很快就放弃了所谓的“股票之死”。因为这篇臭名昭著的文章预示了美国历史上最长、最强劲的一个牛市的来临。相反，那些老人却抓住了这次机会，这全都有赖于他们在自己年轻的时候经历了大萧条的时代的低股价和悲观情绪，深深地知道那些意味着未来的高额收益。

因此，这就引出了一个五味杂陈的矛盾结论：漫长惨烈的市场下跌对年轻人无益，因为虽然这时应该大举买入，但是，因为他们是第一次遇到这种情况，对未来的恐惧很容易导致他们错过这一机会。同时，对于老人来说，熊市没有什么好处，因为他们缺乏人力资本，正在靠吃老本生活，没有太多的钱可以用来投资股票。只有那些努力并且守纪律的年轻人或者中年人能够理解市场的真谛，模仿《商业周刊》中所谓的那些老人，把握住千载难逢的机会。

> 最佳的买入股票时期是经济乌云密布之时，而最差的时机是经济晴空万里的时候。

随着经验的积累，你会更好地把握承受风险的尺度。判断合适的股票/债券比例的一个有用的办法是寻求“平

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

衡点”。牛市时，你一边为股票赚钱而欣喜不已，一边后悔当初没能多投入些资金；你的平衡点在于欣喜与后悔正好相抵的时候。同样，股市大跌时，你的平衡点在于股票亏本之痛与庆幸持有债券以及能低点买入股票的欣喜相抵的时候。

一旦你决定了股票/债券的比例，下一个重大任务就是分配股票资产。先要初步估算一下，如果相信市场是有效率的，那么就可以使这个过程变得很简单：购买并持有全球市场组合。《金融时报》指数[⊖]是金融时报和伦敦证券交易所合作的产物，就有这样一个“全球指数”。图 3-1 显示的是它 2008 年 12 月 31 日的资产分布情况。

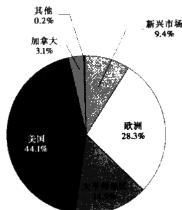


图 3-1 富时全球指数（截至 2008 年 12 月 31 日）

这个指数的显著特征是“市值加权”，也就是这个指数和基于这个指数的基金根据所有股票的市值持有某个公司股票。比如，2008 年 12 月 31 日，占指数份额最大的埃克森美孚，占基金

⊖ FTSE，英文发音为“the Footsie”富时。——译者注

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

资产的1.9%，因为这个公司股票的总价值占全球股票价值的1.9%。权重最小的捷克统一石油公司（Unipetrol）只占指数的0.001%，因为这个公司的市值只占全球股票价值的0.001%。

市值加权的好处在于“打完就走”，不管股票价格怎么变动，基金经理都不用买进卖出。如果公司的股票和其他股票相比上涨了4倍，那么，它在指数中的份额及以其为标的指数基金净值都会相应增长。同样道理，如果股价下跌，那么它的市值也减少，在指数中占的份额也相应降低。记住，买入卖出有成本，交易得越少对你越有利。对于公募基金而言，大量交易的成本很高，手续费要翻倍。

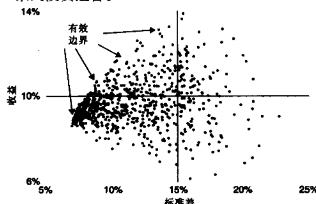
数学细节：均值方差

你可以从先锋基金购买这样的指数基金：全球市场指数基金。但我不推荐这只基金。这只基金跟踪的指数中美国股票和海外股票的比例为44/56，我认为海外股份的比例太高了，理由有三。首先，除非你定居海外，否则你需要的退休金应该是美金，而过多地持有海外股票，你将承担欧元、日币、英镑、及其他外币贬值的风险。其次，海外股票不仅比美国股票风险大，持有的成本也更高。在海外交易的费用高，许多国家还征收股利税。最后，这类基金的手续费比它应有的高得多，不管是先锋基金还是其他基金，都要收取0.5%的管理费用加上0.25%的申购费用，投资者在美国股市和海外股市可以用更低的价格购买这些个股。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

在 1952 年《金融期刊》上发表的一篇文章中，马克维茨提出了震惊投资界的观点：投资者重视风险的程度不亚于重视收益的程度。他对这两者关系的关键论点是：在一定的风险下，存在某种投资组合能够使收益获得最大化，在一定的收益下，存在某种投资组合能使风险降到最低。

以下我用图表表示这一模型，列出了在均值方差区域内的一系列投资组合。



首先请看标准差在 15% 的垂直线。请看在线上和线周围有许多投资组合；显然，你想要位于最上端的那种投资组合，在一定的风险下使收益最大化。同样，请注意水平线 10% 处的投资组合，你肯定想要靠右的投资组合，在一定的收益下将风险最小化。

坐标轴左上方的点勾勒出突出的弧线，你希望自己的投资组合出现在这一区域：所谓的“有效边界”。马克维茨的天才之处在于总结出有效边界上所有投资组合的计算公式。公式包括收益、标准差及相关系数。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

尽管 1952 就提出了加权平均优化法（MVO），但直到 20 世纪 80 年代个人电脑的革新才使得计算投资组合成为可能。直到那时，金融分析师才能把杂乱无章的历史数据输入商用的 MVO 软件。

计算出来的结果是糟糕的。MVO 倾向于选择回报高的资产，它选择了国外股，尤其是日本股，这是最没有前途的股票。渐渐地，金融分析师才恍然意识到，由于资产从长期来看呈现均值回归的趋势，MVO 在实际操作中就成了“错误集大成者”，高估或者低估那些未来会有更低或更高回报的资产。

依我之见，MVO 主要的作用是教学工具，但投资者在设计实际的投资组合时应该避免使用这一工具。

运气和波动

现在，让我们再回到多样化投资的优点，如何把不同类的资产组合起来，成为所谓的“投资组合理论”。这个问题可能技术性很强，感兴趣的读者可以看我在数学详解中关于这一问题的解析。

对数学不感兴趣的投资者可以通过一个实例来了解这个重要概念，看一下 1995 ~ 2002 年间美国大盘股、房地产信托两种不同的资产类别的年收益，然后按 50/50 的比例形成投

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

资组合（见表 3-1）。

表 3-1 美国大盘股、房地产信托、50/50 投资组合的年收益（%）

	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	年收益 1995～2002
美国大盘股	37.07	22.63	33.09	28.68	20.81	-9.25	-12.09	-22.23	10.09
房地产投资基金	12.06	33.84	19.34	-15.38	-1.98	28.39	13.16	4.18	10.65
50/50	24.57	28.24	26.22	6.65	9.42	9.57	0.54	-9.03	11.32

资料来源：Dimensional Fund Advisors.

请注意美国大盘股最低点在 2002 年，跌去 22.23%，房地产信托在 1998 年跌到最低点，下跌 15.38%。接下来，再看看在光景最差的 2002 年，50/50 组合的表现，只亏损了 9.03%，此外它的收益是以年计的，比组成它的两类资产表现都好。

这是因为投资者在每年年底都要将投资比例调成 50/50。为了便于理解，假设在 1995 年底美国大盘股比房地产信托业绩好，为了在下一年年初能使比例恢复到 50/50，投资者要卖出一些美国大盘股，用盈利来购买房地产信托。下一年，投资者可能做相反的操作。这个过程叫做“再平衡”，使投资者始终低价买入、高价卖出，一般在长期来看，这样会改善收益，当然也有例外。

图 3-2 描绘了美国大盘股、房地产信托、50/50 组合的业绩，显然 50/50 组合的表现更平稳。如果说投资领域有什么免费的午餐，那就是：较高的收益，但很低的风险。为什么会这样？有好几年，美国大盘股、房地产信托的表现差异很

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

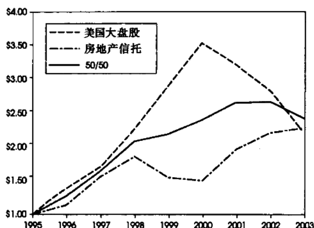


图 3-2 美国大盘股、房地产信托和 50/50
投资组合 1995 年到 2002 年间的收益

大。这也就是建立投资组合的要诀：选择走势差异较大的资产类别会降低风险，如果投资者够幸运，甚至会因为再平衡过程逆市盈利。

> 建立投资组合的要诀在于组合走势不同的资产类别（起码在某些阶段）。

我承认为了更好地说明多样化的好处，我精挑细选了这两种资产类别在某些特殊的时间段的表现，它们的发展趋势截然不同，但整体收益却大致相同。一般来说，多样化和再平衡有助于降低收益、改善收益。

有时再平衡也可能使投资者蒙受损失，例如，20 世纪 90 年代日本股市一路下挫，美国股市一路上扬。在那种情况下，投资者很可能会抛售将来大有潜力的股票，而买入了未来业绩不佳的股票。

抛开这些忠告，长远来看，投资组合的再平衡总体来说

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

会增加收益，减少风险。在一只股票或整体股市炙手可热、价值高估的情况下减少投资。

美国大盘股、房地产信托的例子还说明了一个基本原则——“组合才是关键”：投资者不论如何都要避免将资本集中在个股上。例如，在2000年9月到2002年9月间，美国大盘股损失近一半的资产；但幸运的是，损失被房地产信托的收益抵消了。此外，这两类资产整体表现不错的时候，这两类资产中的几只证券却破产了。

之前讨论过，正确应对各个资产类别不同业绩的方式是买入业绩不佳的股票。但是，有些投资者无法自拔地要关注投资组合中个股的表现。因为在任何时候，所有投资组合都有一两个表现不佳的证券，这种关注只会导致长期的不满和担心。如果你发现自己的眼睛不能从这些表现欠佳的个别证券上挪开，我强烈建议你寻求专业人士的服务，这样你可以把你的担忧用在生活的其他地方。

追逐彩虹

有没有一种科学方法可以选择未来资产配置的最佳方式，使收益最大化、风险最小化？显然没有，但人们还是在尝试。1952年，芝加哥大学金融系的研究生，亨利·马克维茨（Harry Markowitz）发明了一种数学工具，之后被冠以一个深奥的名称“均值方差分析”，理论上使投资者可以计算所谓的

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

“有效边界”——在某一特定风险下所能产生最高收益的所有投资组合。

马克维茨的分析手段，使他最终获得了诺贝尔奖，这个模型需要准确地预测未来资产类别的回报和风险，每月每年收益之间的关系——上扬曲线和下挫曲线的比例。这里有个小小的问题：要预知这些信息非人类力所能及。想想看，如果投资者可以成功地预测未来业绩最好的资产，他何需马克维茨的工具？他只要在每一阶段买人收益最高的资产即可。

> 要高度警惕那些关于资产配置的复杂的黑箱方式，这些都是胡扯。

投资专业人士也花了很长时间才发现了这种均值方差方法及其他黑箱分析工具的局限性。那么，你应该如何配置股票资产呢？我们已经给出了部分答案：在80/20和60/40国内/海外之间。可供选择的股票资产分配比例可能是：

- 70%整体美国股市；
- 30%整体外国股市。

因此，如果你选择60/40股票/债券组合，你的平衡投资组合可能是这样的：

- 42% 整体美国股市；
- 18% 整体海外股市；
- 40% 整体债券市场。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

就是这样就好了，这个投资组合是不是太过简单，显得不太专业？不要这么认为。在未来的几十年里，大多数的投资者就脱离不了这一定律。

这个投资组合可以加以改善吗？也许可以，但是需要投资者花些功夫，需要承担一些风险。许多投资者包括我自己都认为这些努力是值得的。我们按以下三个步骤来做。

首先，增加几种不同的资产类别。也许在许多基金经理的投资榜单上房地产信托都会位居榜首。买多少？大概不超过全部权益资产的 10%：比如整合 60/40 投资组合中的 6% 的资产。

其次，分散海外投资组合，投资发达国家和新兴市场国家，这两类市场的收益水平大不相同。

最后，将资产分成四类：大盘市场、小盘市场、大盘价值、小盘价值。增加价值股票和小盘股票，可以提高风险溢价水平。为了更好地体现价值倾向，可以忽略大盘成长和小盘成长类别，因为它们的预期收益较小。

以下是实际操作中可能的资产配置情况。我们再一次地从之前描述过的简单 60/40 的投资比例开始：

- 42% 整体美国股市；
- 18% 整体海外股票市场；
- 40% 债券。

接下来，加上房地产投资基金，并将海外股票分成发达

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

国家股票和新兴市场股票：

- 39% 整体美国股市；
- 3% 房地产信托；
- 12% 海外发达国家；
- 6% 新兴国家；
- 40% 债券。

我们已经开始接触到重要的实际资产组合管理问题。首先，先锋公司房地产信托基金的最低资本是 3000 美元，也就是说整个组合的资产要达到 10 万美元。如果想少量购买这种基金，可以购买交易型开放式指数基金（ETF），但是会产生手续费，降低了这一小额投资的收益。还有一个实际问题是，全球股票市场基金已经包含了 2% 的房地产信托基金，也就是说，在这个投资组合里的房地产信托基金实际比例是 3.8%。

最后，如果你有一个很大的组合，超过 25 万～50 万美元，而且你也能够对这种复杂情况驾轻就熟，那么，你还可以将国内股票和海外发达国家股票细分到小盘股和价值股的子类别：

- 10% 美国大盘市场；
- 9% 美国小盘市场；
- 10% 美国大盘价值；
- 10% 美国小盘价值；
- 3% 房地产信托基金；

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

- 3% 海外发达国家大盘市场；
- 3% 海外发达国家小盘市场；
- 3% 海外发达国家大盘价值；
- 3% 海外发达国家小盘价值；
- 3% 新兴市场大盘市场；
- 3% 新兴市场大盘价值；
- 40% 债券。

并不是说一定要严格按照这三种模型来投资。它们只是用来说明现实投资领域的资产分配过程。你要根据自己的年龄、抗风险能力、资产大小和对复杂性的应对能力来调整自己的投资组合。

之前提到的投资组合所包含的资产类别可能是资产在 100 万以下的投者理想中的组合。但是，还有没有其他的资产类别可以考虑呢?

在过去几年中受到关注最多的是商品期货，起码在 2008 年年底跌入谷底之前它们很热门。关于这个资产类别有两点需要澄清。第一，它们将来的收益会比较低——肯定比它们在过去的收益要低；商品就是平时我们每个人挂在嘴边的资产。这是一个警示点，如果有些东西是每个人都拥有的，就没有人会去哄抬价格了。第二，我不相信商品基金，也不相信提供这些基金的公司。我会在第 5 章详细讨论经纪人及共同基金行业。

金、银、铂金开采公司的股票像商品期货一样具有多样

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

性。但出于以下两个原因，我对这些股票的热情已经大不如前了。首先，这一领域里我最爱的先锋贵金属和矿业基金开拓了它的投资领域，开始囊括基础金属（主要是铝、铜、铅）和其他自然资源，这极大地削减了这些金属自身对于投资多样化的价值。其次，黄金和此类股票已经开始成为日用品，近期黄金投资的收益很高，媒体曝光率也很高。除非你要逃亡，否则，购置金条金币或投资金条金币的交易型开放式指数基金不是什么好主意。这些黄色金属的长期投资价值为零，举例来说，一盎司的黄金在莎士比亚时代可以买套绅士的西装，今天的购买力也仅限于此。此外，黄金不会产生股息，只会产生储藏成本。

还有一类可以考虑的资产是国际房地产信托基金——欧洲、亚洲、澳大利亚的地产公司。例如，美国的房地产信托近期价格大幅下跌，但是分红却超过8%。和国内其他基金比起来，它们可能提供更多元化的投资组合。这种基金唯一的缺点是它们都是被动式基金，只以交易型开放式指数基金对散户投资者开放，因此会产生手续费。由于这类资产只占所有资产的几个百分点，我不推荐将它纳入你的投资组合中，除非你的资产在几十万以上，而且你可以应付复杂的资产结构。

和选择哪种资产一样重要的是投资组合的所在地。例如，如果你储蓄的大部分存在退休金账户，如401（K）退休计划与个人退休账户（IRA）。那么，你可以拥有几乎所有的资产类别，而不用顾及税费。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

同样，如果你的投资组合中都是应税账户，很少有或没有受保护的退休资产。那么，我不推荐持有高回报的债券，因为长期收益来自分红，而红利的税率与日常税率相当。相反，你倒是可以考虑买点包含国内大盘市场股和海外大盘市场股的应税组合，这类组合有节税功能，此外，投资市政债券也有类似的效果。

本章小结

一个平衡的投资组合由股票和债券组成，这样才能避免晚年穷困潦倒。大量投资风险较大的资产，如果遇上经济长期不景气的情况，后果将不堪设想；但是，如果过分投资于安全的低收益资产，你的个人资产将增长过慢，最后无法满足退休所需。只用你一二十年用不上的钱投资股票是比较明智的。

你的总体资产中股票债券的比例取决于你的年龄和风险容忍程度。

一个简单的包含两类股票资产（国内整体市场股票和海外整体市场股票）和债券资产的投资组合就可以表现得非常好。更为复杂的组合，尤其是那些超配小盘股和价值股的组合，可能会有更好的收益，但是管理起来也耗时耗力。此外，因为有最小资产的限制，因此，复杂的组合只适用于大额投资者。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第4章
Chapter4

战胜自己的心魔

在飞行训练之初，几乎每一个飞行学员都会有一些这样的体验：飞行教练诱导他将飞机降落到一条短短的飞机起落草坪上，两端被高高的大树严严地围着。这种情景有些令人害怕，但学员很肯定地认为，有数千小时飞行经验的教练一定知道他正在做什么。

在简单陈述了一些方法，而且也安全降落之后，飞机又将重新起飞了。开足马力，将控制轭回档，以使飞机的前轮顺利离开地面——这些步骤学员烂熟于心。于是，学员、教练和飞机一起很快地颠簸起来，飞机在加速，但却远未到达正常的起飞速度。

随着时间分分秒秒地过去，飞机离跑道边的那些大树越来越近。飞机总算离开了地面，于是学员本能地用力回拉控

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

制轭以防撞上眼前的这些杉树，这些大树近在咫尺，似乎要将包裹着学员和教练的铁罐头（飞机）一举吞噬。

飞行教练非常镇定地说了句："看好我的飞机"，然后，将控制轭向前推去，机头应声向下，直冲向那些树。这么做看似危险，却是正确的做法。因为，当学员把飞机硬生生地拖离地面的时候，飞机并不能获得足够的飞行速度而继续向上拉高。只有在飞行一段时间后，飞机才能加速到合适的飞行速度而成功绕开那些大树。

飞行学员和教练之间的行为差异其实很简单：前者是被本能和情绪驱动的条件反射，而后者则是依据空气动力学知识和熟练的飞行经验表现出的理性反应，正是这种理性反应，才使那位飞行学员不必为撞坏一架飞机赔钱，也让教练自己和学员免于经历一系列整形手术。

杰森·茨威格教授讲授的课程，可以为人类的这一现象提供一个更好的例子。他通常会故意说上几分钟有关行为金融学方面的细枝末节，这总能使他的学生很快进入昏昏欲睡的境地。这个时候，只见他敏捷地将手伸进脚边的一个口袋，突然抽出一条橡皮蛇向前排的同学猛然抖动。这种突兀的举动常会引起即时反应：人们大惊失色并瑟瑟发颤，但几秒钟后，学生们开始笑出了声。

他的"受害者"们的这一举动其实是肾上腺素的瞬间分泌，那条橡皮蛇会立刻刺激他们的大脑：蛇！但几秒钟后，他们脑中又会本能地开始解释：茨威格先生一定不会把一条

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

响尾蛇放进他的旅行箱，再偷运进教室。再说，他那么和善，绝对不会把一条真蛇抛向听众。由此可见：这条蛇应该不是真的。茨威格先生在过去的数年里对神经细胞学涉猎甚广，这提醒了许多金融学教授，其中也包括我。如果本章激发了你的兴趣，那么，我极愿意推荐他近期的一本书，即《钱袋和脑袋》（*Your Money and Your Brain*）。

理性反应的培养通常会花费一些时间和精力，而条件反射通常自动自发而且几乎是瞬间发生的行为，对于蛇的条件反射便是人类几百万年从环境中不断进化而来的，在这几百万年间，人们已深知，躲开蛇就能使自己存活下来。

在人类有所作为的每个领域，无论飞行、医学、格斗，人类的条件反射和理性反应将人们划分成了业余爱好者和专业人士。前者是情绪促成的，后者则是理性的产物。作为投资者，也要尽量控制自己的情绪，避免撞向“树丛”，不要被“蛇”轻易吓倒。本章将要探讨的是人们在投资时倾向于做出一些本能但却无效的决策，以及我们为此做出的相应的对策。简而言之，本章是想告诉你，如何从条件反射式的业余投资客转变成一位具有理性投资习惯的专家。

没有什么会令你变得贫穷，除了你自己的情绪；没有什么能改善你的财务状况，除非你学会使用冷静与理智来时时审查你的那些情绪。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

内心的魔鬼

毫无疑问，你肯定听人说过，投资就是有关恐惧与贪婪的一场游戏，凯恩斯称之为“动物本性”。好吧，这位颇为古怪的剑桥老先生知道他在说什么。近几年来，心理学家和神经学家们对这两种情绪的生物本性做了深入研究，后面的文字里我们将把这个近几年来的新发现和我们在金融世界里看到的种种愚行联系在一起考察一下。

首先，讲一点神经解剖学上的内容。在过去的几十年间，科学家们已经能够在我们脑中准确定位出与恐惧和贪婪相关联的两个神经系统区域，这些条件反射中心主要待在我们脑中一个叫“脑边缘”的神经系统里，该神经系统的神经细胞、神经元排列靠近大脑的中央位置。如果你把你的脑壳沿着某一垂直方向对称分成左右两块，那么你会发现，脑边缘系统的大多数神经细胞都沿着这条垂直线进行分布，或分布其上，或沿着线的两边进行分布。在大脑前端（也就在两个眼睛后面）坐落着一对叫做“脑伏核”的神经元细胞群。把这些小小的组织称之为大脑的“期盼中心”实在太过简单。它们在我们期盼食物、性、愉悦的社交活动以及最为重要的我们的投资回报时，极度容易兴奋，新陈代谢也异常旺盛。尽管神经病理学家和神经系统专家不喜欢做这样的发现，但如果要在人类的脑中捕捉产生贪婪的源泉所在，恐怕就是这儿了。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

有一件千真万确的事是：期待快乐比快乐本身更令人快乐。研究人员发现，脑伏核对回报的期盼比对回报本身反应更为强烈。而且，与对期盼的反应一模一样，对于食物、性、社交、可卡因或投资赢利，脑伏核几乎能做出同等程度的强烈反应。

进一步研究发现，脑伏核对有规律的刺激也相当敏感。假设每个礼拜五中午你都要美餐一顿，那么，这些小小的组织很有可能在11:55分的时候就开始欢快异常。同样地，如果你的投资组合表现得还好时，那么，每天早上9:29分，当你打开电视调到CNBC，玛丽亚·巴蒂罗姆身后的交易大厅和她迷人的微笑会一同映入你的眼帘，那个时候，那些小小的组织又要开始兴奋不已了。

让我们继续解剖学的内容。两条对称的径线从脑壳中线部分的脑边缘器官开始朝着太阳穴方向成扇形扩散，在扁桃体处终结。这两块结构组织，其名称可追溯至拉丁语“核桃”一词，却集中蕴藏着我们最深的一些负面情绪：厌恶、恐惧和憎恶。由此看来，我们仍然不能过于简单地仅仅称之为“恐惧中心”。一个极为重要的事实是，就在这些结构组织边上排列着一个海马形状的组织，那里储存着我们全部的记忆。

除去青蛙这样的两栖类动物，就大部分脊椎动物而言，脑边缘系统看上去都非常相似，它们很有可能做着同一件事：对外界环境刺激立即做出反应，根本无需有意识的思维。这个脑边缘系统和位于其下方的脑干一起，就是人们常说的后

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

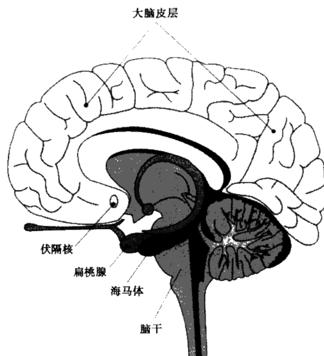


图 4-1 （脑）边缘系统的主要组成成分

脑，说得更通俗一些，就是我们人类的那个“爬虫类的脑”。对于许多投资者而言，这是再恰当不过的隐喻了。

而让灵长类动物（尤其是我们人类）和其他脊椎动物区分开来的最重要的东西就是那个紧紧贴着我们脑壳、包裹着我们大脑的巨大的脑皮层（大脑皮层这个词源自拉丁文，意指外壳或树木的茎皮）。我们人类所有有意识的思考，也就是我们的理性反应区，就坐落在这里。

在每次的投资行为中，我们的大脑皮层，那个负责有意识的计算和做出理性反应的部分，几乎总会和蕴藏着我们本能和情绪的脑边缘系统较劲。我们有多大的胜算把握，在很

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

大程度上取决于我们的大脑皮层能否很好地控制着我们的脑边缘系统。

我们真是“作茧自缚”

让我说得更明白一些：我们的感情诠释了我们的人性，因为我们感性，所以才能和我们的家人、朋友和邻居们和谐相处在一起。没有感情，我们将成为一具没有灵魂的躯壳、一台无情的机器，我们的人生将毫无意义。然而，在投资的世界中，拥有丰富的情感却是自寻死路。

人类是社会性的群居者，如果让我们和朋友及家人隔绝，我们会抑郁、没有神采。如果继续不让我们同他们接触，我们会生病甚至死亡。流行病学家早就发现，与世隔绝或失去我们的身份、地位会增加高血压、心脏病及早亡的发生率。

尽管我们的朋友、家人和邻居能使我们身心健康，但同时，他们也会让我们为财所困。我们禁受不住贪婪和恐惧的折磨，我们同他人的共鸣、我们对他人的嫉妒都会刺激我们的脑伏核。一直以来，一些观察到的现象总令我不安：关心他人的、情感丰富的、聪明的人总是无法成为明智的投资者，甚至有时他们做得很糟，因为他们太容易受人影响而无法做出理智的判断。与之相反的是，最冷酷无情、自私透顶、对一切不屑一顾的人却能屏蔽他人的情绪，对恐惧与贪婪反应不大，如此，便常常可以做出最好的投资决策。接下去的几

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

页中我们将揭示，一些最为高尚的人类本性却对金融决策毫无帮助，于是，我们需要学会在它们周围构筑一层壁垒，好让我们在投资的时候顺顺利利。

那么，那些对投资行为极为不利的条件反射式的本能，是如何在千万年的繁衍中根植在我们的内心深处，使我们变得如此贫穷？

我们喜欢故事

我们会从人类最美好的一些情感需求说起，譬如我们想要了解我们身边这个世界的欲望。心理学家和历史学家很早就知道，人类天性中带着用讲故事的方式去理解事物的本能，我们毫无疑问是喜欢说故事的灵长类动物。去年仙逝的美国作家库尔特·冯内古特曾经写道：“老虎要捕猎，鸟儿要飞翔，人们总要问‘为什么，为什么，为什么？’老虎要休息，鸟儿要栖息，人们会告诉你他们明白了。”当一件事变得逻辑上或数理上太复杂以至难以理解的时候，人们往往会倾向于选择说故事的方式去试图理解，这是人类的一种天性。

可是问题在于，在金融世界中事情无法如此轻松应对和理解。举个例子，你可以想象自己是一名内科医生，喜欢研究和购买一些公司股票。你认为自己了解医疗行业，毕竟你整天都和医疗、药品打交道。所以，这会助你一臂之力，让你超越其他投资者占尽先机，是这样吗？

理论上说，是的。然而，在真实的金融世界中，医生们

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

总会把一切搞砸。正确的做法是：评估所有公司的产品，预测公司接下去数年内每年的收入、成本和现金流。接下来，因为这些现金流的预测都是基于未来，你必须将未来几年的现金流折算到今天（即未来这些现金流目前价值多少，每年用一个折现率来计算）。被折算过来的公司未来所有现金流的总和就构成了该公司股票的真实内在价值，换言之，即这只股票在今天究竟价值多少。如果该股现在的市场价格低于估算出的这一内在价值，你可以考虑买进这些股票了。（用以计算现金流折现的高登方程式就不在这里展开叙述了，如果读者有兴趣，可以翻阅《数学精要》一书）。

听上去有些困难？好吧，的确是有些难度。但是，它是证券分析师的面包和黄油。那么，其他人，包括纯医师们，他们又是怎么做的呢？对于这一有史以来至今令人几近崩溃式的复杂计算，他们又开始讲故事。

就我们这位不幸的内科医生而言，故事便这样展开了：惯用麻醉药拉罗奇药剂公司刚刚生产出一种举世无双的抗生素——三隐霉素。我的病人们都觉得这药很好，我想，它也许会成为像“伟哥”一样的明星产品。所以，我要尽可能的买进这家公司的股票。现金流折现？内在价值和现时股价的比较？别拿这种愚蠢的东西来烦我。

然而，对于金融机构而言，它们很自然地进行了一系列复杂的计算，然后决定卖掉这家公司的股票。（如果这位医生特别倒霉，他也许正从这家公司的执行官手里接过该公司的

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

股票）。

然而，这种故事可不会轻易结束，尤其在金融圈，大量随机的信息充斥其中。所以，当运气一时恰巧眷顾这位医生时，他不一定马上会输得很惨，至少一开始不会。最糟的是，他很可能在一开始碰巧赢钱。这种错误的运气会让他第二次又大量买入，然后又很幸运，结果他又继续大量买入。然而，所有的事最终都会回到原点，他也会最终失去所有的钱。

让我们再回到目前的投资环境。当今这样的故事也比比皆是：“世界经济即将崩溃，企业利润也会随之一同覆灭，股票将一文不值。”然而，在第 1 章介绍的高登方程式在计算未来企业利润时却清楚明白地向我们显示，即使企业几年无法赢利，未来的权益回报仍然可观，尤其是那些房地产信托基金和外国股票。同样的，各种债券（除了时下人们趋之若骛的国债）也可以有相当的回报，只要投资者不长期持有（少于 5 年），便可以降低无法预料的高通胀风险。

学会不要轻信那些针对复杂的经济或金融事物的简单叙述。

有一个更有说服力的例子，那是 10 年前那场关于互联网的超级乐观的故事：“互联网改变了一切。”那时，所有人都在说着这样的故事，这个新兴技术将撬动我们的经济、企业利润和股价，我们将变得十分富有。然而，问题就在于，当经济学家们开始寻找有关这一奇迹的证明时，却一无所获。

在我们的周围，畅销的金融书籍常常提供着反映舆论叙

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

述的晴雨表，因为那些作者们常常企图迎合大众。有一组学者发现，当人们的书架上充斥着标注熊市来临的标题时（如1976年出版的《1979大崩盘》（*The Crash of* 1979）以及1985年出版的《大萧条1990》（*The Great Depression of* 1990），股票的回报率通常会超过平均水平。相反的，当牛市论调开始出没于书架时（如前面已提到的臭名昭著的《道琼斯36 000点》（*Dow* 36 000）那本书，该书发表于1999泡沫之际），股价表现并不尽如人意。可以预见的是，在此之后，标有《2011年大崩溃》（*The Crash of* 2011）之类字样的书籍又将慢慢聚拢在书架上。

我们期待娱乐

人们不仅喜欢故事，还常常以此为消遣。譬如，拥有奈飞公司的股票比拿着什么联合爱迪生或者联邦螺丝公司的股票更让人心旷神怡。

我们购买的许多消费品和投资物多数可以分成两种用途：娱乐用途和投资用途。想想购买彩票的经历：在便利店花费1美元购买彩票实际等同于购买了一张一周回报率为－50%的有价证券。当然，如果这种证券真的存在的话，那是足够悲哀的事。

结果，人们还是会去买。为什么？因为彩票所体现的金融属性只是它回报率中的一部分，还有一部分是它的娱乐价值。换句话说，短暂但却随心所欲地幻想在茂伊岛度过此生

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

是件让人类贪婪中枢（即脑伏核）感到无比幸福和开心的事。这种感觉很好地弥补了低回报率可能带来的不悦。遵循着这一逻辑无限推理，我们可以认为，一张戏院的票也是一项投资，只不过极高的娱乐价值弥补了 -100% 金钱投资损失。

我们间接提到过，一些投资具有更高的娱乐价值，新公司上市发行股票（IPO）就是这种情况，尽管大量研究表明：总体而言，IPO 风险高、回报差。这样的结论并不是新发现。75 年前，投资大师本杰明·格雷厄姆在他的著作《证券分析》中就曾提到，他想知道为什么人们对 IPO 趋之若鹜。好吧，答案就在这里：比起手中拿着工业公司的股票而言，寻找下一个亚马逊或微软更让人觉得有趣无比。简言之，投资 IPO 就像买彩票，娱乐性极高，投资回报却很低。

几十年前，我在一家知名的亚洲餐饮连锁店分店用餐，对它的食物和服务我印象深刻，并研究了一下它家的股票，结果发现，相对他们的营业额，该股价格高得离谱。很显然，因为它太著名，而且在那个年代，具有民族特色的餐饮连锁店是股市的大热，所以，千百万的投资者抱着同样的想法，一起把股价哄抬到了一个离谱的位置，这么做使得该股日后的回报一定会很低。

如果想在你的生命中寻求兴奋和刺激，那么，参加高空跳伞比在你的投资组合中寻找这种感觉要安全和便宜得多。

因此，一个公司被公众知悉越多，那么，有关它的故事就越具有娱乐性，将来的回报可能也越低。与此相反，那些

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

隐藏越深、经营着毫无浪漫色彩业务的公司常会给人们带来最高的回报。

我们常常易于恐慌

如果你是一位不很成功的投资者，要怪就怪那个长在脑门中的核桃状的神经元纠缠物，也就是你的扁桃腺。它们成为了装载你愤怒和疯狂的服务器，当你碰见蛇、一个潜在的攻击者和一直下跌的道琼斯指数，你大脑前端的这个东西就被激活了。

就像几个世纪前一样，在处处存在危机的世界里，我们的扁桃腺发挥了极大的作用。在切除了扁桃腺的猴子身上，我们看不到它们再畏惧饲养员，被切除了扁桃腺的老鼠也能和猫打成一片。

然而，在安全、现代的后工业时代的西方社会，我们的扁桃腺却一而再、再而三地向我们发出错误的报警信息：苹果中的毛毛虫、空气过敏、从墨西哥北上的杀人蜂。

在人类所努力的领域中，恐怕只有投资领域让人类的扁桃腺反应变得毫无意义。如果切除我们的扁桃腺，我们的投资也许能够做得更好，一群来自斯坦福、卡内基梅隆、艾奥瓦州立大学的经济学家和神经学家在很多实验中早就发现了这个现象。他们研究的成果同样适用于投资过程以及人们对投资损失的一些不利反应，我想，在这一点上我要展开叙述

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

一下。

研究小组跟踪 15 位扁桃腺受过伤的病人，另外还有两位脑皮质受创的病人，受创的部位是人们处理不愉快情绪刺激的前额皮质和脑岛。（这两个大脑组织对于与愤怒相连的痛苦记忆反应强烈，甚至强过真实的刺激本身）。为了对比方便，研究人员又另选了两组实验者：正常人和大脑其他部分受创的病人。

研究人员给每人 20 美元，这些钱在实验结束后可以换取物品。实验设计很简单：20 轮硬币抛掷。在每轮抛掷开始前，每人决定是否拿出 1 元钱来打赌。如果掷出来是反面，就能赢 2.5 元，如果是正面，他们将输掉先前 1 块钱的赌金。

如果人们决定不做任何猜测，那么，他们肯定能保持 20 美元直至游戏结束。如果他们参与每轮抛掷，他们可以平均赢得 25 美元。于是，研究人员认为，“每个参与者理应参与每轮抛掷”。

结果，情感中枢受创的病人参与 84% 的抛掷回合，正常人参与 58% 的抛掷回合，脑部受到损伤但未伤及情感中枢的病人参与 61% 的抛掷回合。更有趣的是，在输掉一个回合后，情感中枢受创的小组仍然参与 84% 的抛掷回合，而另两组分别降至 41% 和 37%。换言之，情感中枢未遭破坏的两组参与打赌的频率不如情感中枢受到伤害的那一组，而且，在输掉回合后，他们更加不愿意参加打赌。

因此，学者们得出结论：脑中的情感中枢遭到破坏，结

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

果使得人们对输钱带来的痛苦反应变得很迟钝，这使得这些人“能比正常人做出更有利的投资决定”。

除此之外，在打赌输掉之后，情感中枢受创者并不会改变他们的行为，这比另外两组更理性，另外两组输了之后就不愿再参与下一轮打赌了。

同样可以得出的结论是，如果神经外科学运用得当，将很有可能改善许多投资专家的性格。然而，它是否能改善投资结果却不很显著。不妨回顾我们那个游戏，如果每局都赌，人们也有可能无法得到20块钱（譬如当反面出现的几率小于8次的时候）。也就是说，有13%的概率我们可能拿不回20块钱，而风险溢价却只有5块钱（参与全部赌博可能有25元的回报，一次都不参加有20元的无风险回报，两者之差即是这5元的风险补偿）。

投资的过程不过如此。有趣的是，研究人员自动假设人们会去理性选择参与打赌，因为好歹有5元的额外回报。然而，是否能理性地考虑风险与收益，完全取决于投资者或实验者的风险厌恶程度。

因此，我们能够很肯定地认为，情感中枢遭到破坏的投资者比正常人更能承担风险（这很可能不是一件坏事），在输钱之后他们并没有改变投资策略，这显然非常明智。

我们的恐惧来自脑边缘系统，这个系统反应得很快，因此，恐惧往往存在的时间很短。如果股市能为我们带来不错的长期回报，为什么我们要去理睬一天或是一年糟糕的光景，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

这毫无意义。然而，由于脑边缘系统在脑中的重要性，于是，我们变得非常非常关心短期内发生的损失。

我们天生如此，无能为力。行为经济学研究告诉我们，1元钱损失带来的失望几乎能抵消两元钱带来的兴奋。用生硬的经济学术语来阐述，就是损失带来的负效用是盈利带来的正效用的两倍。

让我们来看看现实生活中的例子。在 1929～2008 年间，道琼斯工业平均指数上涨的天数占 51.6%，下跌的天数占 48.4%。如果按照刚刚所讲的 1 元损失抵消两元盈利的心理状态，那就太可怕了，因为指数上涨和下跌的天数几乎相等。比每日检查你的投资组合更糟的是盯着 CNBC 看，坏消息一个接一个接踵而来，你的焦虑会一刻不停。

即便我们降低频率，每月看一次金融数据，情况也只能说略好一些：57.5% 的月份上涨，42.5% 的月份下跌，这仍然达不到那个“2:1”的要求。如果 1 年观察 1 次，则有 52 个年度上涨，28 个年度下跌，似乎仍然不能十分愉快地达到那个平衡点。只有少于一年一次的关注频率，我们才能最终跨越心理上那道“2:1”的障碍。行为经济学家将这一现象称之为过分强调短期“风险厌恶”，这实际上毫无意义。人们应该将时间拉得再长一些，差不多 1 年吧，这将非常接近“2:1”的那个心理临界点了。可是，又有多少投资者能对股市少于一年一次的关注呢？

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

我们热衷类推

和我们喜欢用故事情节描述金融事件有异曲同工之“妙”的是，我们有将事物进行分类定性然后进行类推的习惯。我们已经遇到了类似的情形：好公司 = 好股票。那是因为，你一定认为有着高增长的公司一定会带来高回报，但事实是，它们没有。而那些看上去不怎么高调的公司却可能表现良好，不出意外的话，它们一定能以更高的回报吸引投资者去购买它们的股票。

这个规律不仅适用于单个的公司，对整个国家的经济和股票市场也非常符合。在你考虑进行海外投资的时候，是否应该考虑那些增长最快的国家？当然不。事实证明，这种幼稚的投资行为会让你赔得很惨。举例来说，我们在第 2 章就碰到过，从 1993 年开始，中国就已经成为世界经济发展最快的国家之一（一直以来每年的经济增长均超过 10%）。然而，在 1993～2008 年间，中国的股票市场以每年 3.3% 的速度在亏钱。我们退回到几十年前，去看看那些曾经高速增长的经济体，譬如曾经有亚洲猛虎（韩国、新加坡、马来西亚、印度尼西亚和泰国）之称的国家从 1988 年开始，市场的回报就已经不如低增长率的美国。

在整个 20 世纪，应该没有哪个主要国家的经济和地缘政治地位跌得像英国那么惨。在 1900 年，英国不仅在世界上举足轻重，更是左右着世界金融市场。到了 2000 年，英国落得

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

只好给美国拾屐提履。但那又如何？这些都没有影响英国的投资回报率，在整个 20 世纪，英国的投资回报率仍然跻身世界最高的行列里。

越来越多的数据支持我们提出的这个结论，即一国经济越好，其股市回报率越低，反之亦然。那么，到底为什么会这样？这些令人困惑的问题一两句话根本解释不清，我把它归结为三重因素的影响，正是这几个因素的存在，让我们看到了这样的现象：经济不错，但股市却很糟糕。

> 经济增长最快的国家往往股市投资回报最低。

表现不好的公司，它们的股票价格需要跌到某个位置才能用较高的远期回报吸引投资者去购买，表现不好的国家恐怕也会这样。2007 年，每人都想持有那一年的新贵即金砖四国的股票：巴西、俄罗斯、印度和中国。几乎很少有人会去注意已经褪去光环的几个市场：欧洲、日本，也许还有美国。结果，正如没有光环围绕着的股票一样，没有光环围绕着的股票市场会提供更高的投资回报。事实上，2008 年，发达国家与那些金砖四国的股市相比跌的少得多，如果我们以史为鉴就能知道，那些金砖四国长期的资本回报也不会太妙。

在第 1 章里我们也谈到，如同人会生老病死，老公司也会被新公司所取代，新股不断上市，原有的股票池不断被稀释。在许多国家，特别是亚洲，新股发行率极高，这就降低了每股盈利水平，并使股利被摊薄，结果影响了整个股票市

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

场的投资回报。

最后我想谈的是，在发展中国家，政府并没有很好地保护股东的利益，也没有建立很完善的法制。换言之，在这些国家，公司管理层和有控股权的大股东可以肆意掠夺公司财富。再说得直接一些，一个没有能力让他们的孩子远离含铅玩具的国家，是不可能保护投资其国的外国投资者的。

我们喜欢就近推测

套用研究人类进化的心理学家的一句行话，我们人类是喜欢“找规律”的灵长类，总倾向于去察觉和感知某种规律，但实际上，这种规律根本就不存在。十几万年前，如果看到一道黄黑色的闪光掠过天空，随即你的一个族人莫名其妙地死去，你一定会把这两件事联系起来。

而在现代，我们周围充斥着各种统计数据，几乎再没什么领域比金融界更富有、更喧嚣。像比尔·米勒这样，每年如同时钟一般准时打败市场，像他这样的战绩已经连续 15 年了，难道你不认为他能继续做到这些？还有，自从 2008 年股市一路下挫，除了输钱你一无所获，这个时候你还能对未来保持乐观吗？反过来，从 20 世纪 90 年代初开始的房产泡沫是否让你深信房价永远不会下跌？

如果你的回答都是肯定的，不要绝望，别忘了，你毕竟是人，更准确地说，是带着情绪和本能反应、爱找规律的灵长类，无论你愿不愿意承认这些。洞悉力极强的心理学家将

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

这一倾向说成是将当下与未来即刻去做无限联结，而忽略“最近”的数据，这倒是很符合我们脑边缘系统的口味。

没有东西是永恒的：当下流光溢彩的经济和金融事件往往很快就光彩不见。

有许多研究表明，我们的“脑伏核”对重复性的反馈信息反应特别强烈。相类似的是，当神经系统科学家用电极刺激老鼠的“脑伏核”时，它们会记下这些刺激并会期待类似的刺激。实际上，我们的大脑对连续出现的两次事件就能反应强烈，对连续出现的三次甚至更多次事件则反应更为强烈。我们想象一下连续扔三次硬币的场景，连续扔出 3 次正面或反面的概率为 25%，那么连续扔 5 次硬币，同时出现 3 次朝上或朝下的概率为 50%，连续扔 10 次，则这种概率几乎为 100%。可想而知，在如今数据铺天盖地的时代，我们一定会让自己陷入这种伪造的规律中而无法自拔。引用金融书作者钠西姆·尼古拉斯·塔勒布（Nicholas Nassim Taleb）的话，我们完全被“随机性所愚弄”。

我们总是自命不凡

每年，行为经济学家特瑞·奥迪恩（Terry Odean）会让他在伯克利的 MBA 学员做一份调查问卷，让他们给自己的驾驶能力在全班学生的水平中打分。结果，有 1/2 的学员把自己放在最好的 25% 中，有 1/4 的学员把自己放在最好的 10% 里，只有很少一部分给自己打了低于平均分。这样的结果，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

显然不可能符合事实。

有一年却出现了例外，有位女学员给自己打了低于平均的分数，奥迪恩询问了原因。她说她原来想把自己放在最好的25%中，但她忽然想到，就在去年，她发生了两起交通事故，还收到了3张超速罚单，目前自己的驾照有可能还会被吊销。只有一个学员曾把自己放在最差的10%中，结果我们发现，他来自国外，而且根本不会开车。

我们不仅认为自己开车的水平非同一般，还认为自己长得也更好看，更被他人喜爱（尽管他人并不这么认为），在商界也比别人更为成功。人们过度的自信已渗透到了来世：最近的一份民意调查显示，64%的美国人相信他们死后会进天堂，只有0.5%的人认为自己可能会去地狱。

在投资方面，我们也会觉得自己的投资水平高人一等，我们能赢得更高的投资回报，我们能成功选到很棒的基金经理，我们还能预测市场未来的动向和走势，所有的这些我们都认为自己超出一般，尽管事实证明，这不是真的。

你并非如你所想的那样美艳、迷人，或者是个出类拔萃的司机。同样地，投资上你也不如你想象的那样。在一个满是聪明人、勤奋者和知情人的世界中，最聪明的交易策略就是什么交易都不做。

如此不恰当的过度自信，在一些人身上会造成很可怕的后果。1993年，由于橘子郡的财务官罗伯特·李·希特伦（Robert L. Citron）过度自信，在利率的波动上使用了一系列

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

复杂的金融衍生工具，结果一手造成了美国历史上最大的市政府财政破产。当人们问他如果利率上升该如何应对时，他告诉他们，利率不会上升。当被问到他为何如此肯定时，他反驳道："作为美国最大的投资者之一，我当然知道这些东西。"希特伦先生显然已经忘了约翰·肯尼斯·加尔布雷恩先生那句著名的格言：这个世界上只有两种人，一种是真不知道利率该怎么走的人，还有一种就是不知道他们其实什么都不知道的人。现在几乎所有的人都了解了希特伦先生狭隘的言论，那么，我们所熟知的一些人，他们常用非凡的投资界英勇的传奇故事向世人盛情兜售的情形是否可以有望收敛一下了。

有趣的是，多数夸张的过分自信的例子通常发生在一些病人身上，尤其当他们处在极端分裂和混乱的狂躁阶段，这一现象尤为明显。与此相反，一些受到过巨大创伤的人通常能非常准确地评估自己的能力。就这一观察到的现象而言，我们很难不去得出这样的结论，即我们为了维护自身的尊严一直进行着自欺。

我们喜欢嫉妒别人

即使不是大多数，但也应该是多数动物都遵循着啄序的原则，即占优势的禽类可以肆意去啄地位低的禽类，这在人类身上也不例外。在进化过程中产生的这一现象也易于理解：在一个食物缺乏、资源稀少的环境中，只有最强壮和最有能

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

力的人才能生存、交配和繁衍后代。在鸟类中的啄序现象或在人类中存在的权势等级，能让所有人一目了然地知道谁是强者。对许多物种而言，最低等的雄性往往会关闭它们的生育系统而变成性无能，而少数强壮的雄性却占据着大多数雌性。

当今社会都已经废除了一夫多妻制，实际上直到近代，许多社会底层的人才比较容易得到生育的机会。但即便是这样，我们仍然无法回避流传下来的一些传统：我们必须不遗余力地保持我们新鲜亮丽的外在形象。正如卡尔·马克思在一段话中所描述的：

人们居住的房子可以很大，也可以很小，只要周围的房子一样小，那么房子就能满足人们所有的居住需求。然而，一旦有一天一座宫殿拔地而起，坐落于旁，那么所有的小屋都将瞬间在人们的心中缩成了一座座棚户。

一个流传已久的笑话是这样说的：在美国，嫉妒来自于你邻居拥有更大的房子和车；在英国，嫉妒来自于你的邻居和女王一起喝茶；在法国，你嫉妒的是你邻居有个漂亮的情人；在俄罗斯，嫉妒让你希望你邻居家的奶牛立即死去。

而在金融世界中，嫉妒来自于你的邻居拥有一只金股，或者一只很不错的对冲基金，而你却没有。嫉妒还来自于你的邻居有一个很棒的财富顾问，而你却没有。不幸的是，对这些金光灿灿的投资的欲望也许会让你输得很惨，这至少和

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

你渴望得到性伴侣、车或房子而最终落空是一样的。

在医学界流传着一个小秘密，即富人们把大量的精力花在选择最好的医生上，通常他们迷信选出来的那些“名医”，但常常却得到比普通人更差的医治。金融世界里也一样存在这样的问题。富人们可以拥有穷人得不到的基金经理和投资工具，像对冲基金或有限合伙人之类的，但其结果也不尽如人意。还记得麦道夫丑闻和近期发生的几个另类投资的惨败吗？大量的例子都告诉人们，在大多数情况下，富人还是投资于普通民众经常投资的普通的、低成本的指数基金才足以致富。

在投资的世界中，与“名医效应”类似的情况在对冲基金中普遍存在。对冲基金总是以典型的“2∶20”的模式来攒取手续费：2%的管理费和20%的回报提成。所以说，你持有的对冲基金如果每年有10%的投资回报，光缴纳的费用本身就能达到4%，这还是仅仅针对于刚开始投资的人。而这类基金通常还会发生巨额交易费，而且还常被基金经理做再投资，成为“基金中的基金”，而这些又会被层层收取手续费。按照这样计算下来的话，一个对冲基金的投资客一年恐怕会有高达7%的手续费要交纳（这大概连巴菲特都会感到头疼无比）。在一个收税的环境中，对冲基金对投资而言也是个灾难，因为它的大部分回报都需要像普通收入一样按照短期资本利得缴税。还有一个现象值得我们深思一番：对冲基金比看超级碗杯比赛时常吃的墨西哥玉米片消失得更快，在1996年注册的大约600家机构中，到2004年只有1/4还在运作。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

一些经济实惠的医治处方

那么，你该如何逃离上述种种人类进化所致的不利呢？我当然不建议你变成一台机器，或是经受一些脑部创伤，或者经历一场大悲痛。然而，你还是会有办法系统性地对付上面所提到的我们自身的一些弱点。大多数心理医生在开出治疗处方的时候都要价不菲，然而在金融领域要医好你的这些问题却不用花费一分一厘，而且还会让你长期受益匪浅。

小心那些侃侃而谈的故事

“大师”（Guru）这个词儿之所以如此流行，是因为“骗子”（Charlatan）这个词儿实在难拼。资本市场上存在那么多不确定，即使信息再有优势的投资者也无法洞悉什么时候应该投资一只股票、一个行业或一个市场，什么时候应该撤离。近几年，相信故事的人们特别喜爱消费类基金和金砖四国（巴西、俄罗斯、印度和中国）的股票，但在沉迷于流光溢彩的故事之后，通常你的投资收益也将灰飞烟灭。

不再追求刺激

要么是煎牛排的嗞嗞声，要么是煎好的牛排，二者只能选择其一，你必须尊重这个事实。如果你想寻求刺激，就去玩蹦极吧。如果你想好好娱乐一下，就去纽约，在百老汇住

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

上一个月。我向你保证，和在你的投资里寻求刺激相比，玩蹦极更安全，去纽约更便宜。

如果操作得当，成功投资所带来的愉悦享受和欣赏橱窗中悬挂的华服一样。还要记住的是，看上去光环越大的股票或资产，越有可能已被超买、估值过高，它的未来回报一定会很低。

为了使我们的晚年不致凄惨，我们常会搞一个投资组合，投资许多类别的资产，结果投资业绩并不令人兴奋。如果你实在控制不了，一定要在投资世界里寻求一些刺激的话（尽管我并不赞成这么做），那么，你可以从你的投资组合中只拿出一小部分出来自娱自乐。这部分不能超过你投资组合的10%，切记，不要再追加。如果哪天这部分投资全部亏损，就让它亏损去吧，但愿你的娱乐精神也能一同随之而去。

培养你的投资心性

有一个事实不得不承认，那就是，有些投资者投资心性确实胜过他人。我并不是指在薪水、工作、个人净资产、信用卡记录或抵押债等方面，我说的是他们的情绪状态：他们承受风险和损失的能力。

80 年前，约翰·梅纳德·凯恩斯（John Maynard Keynes）也极力阐述这一事实：

“我从来不觉得以很低的价格出售资产令人沮丧，我想说的是，一个具有审慎和严肃头脑的投资者应该具备这样的责

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

任，他们能安然接受所持资产的贬值，并从不会随意斥责自己。”

凯恩斯显然是针对金融世界的变幻莫测说这番话的。我们在第1章谈到，一场金融海啸过后，满世界都是廉价的资产。然而，大多数投资者不愿再购进更多的资产，这似乎是最理性的反应了。

因为一些原因，我们不像购买其他东西一样购买证券。草莓的价格在1月会涨到8美元每磅，人们便不再购买，到了6月，农户们准备清仓的时候，我们便大量买入。但对着股票的时候，我们可不是这样：股价越高的股票越吸引我们，跌得越多的股票，我们越不想要。

买低卖高，这句话很容易说。但大多数投资者却无法真正做到，因为他们的情绪因素使他们很难做到。就像状态不佳的运动员一样，这些投资者的投资心性很不稳定。

来看看我们的投资，2003～2006年间，投资简直就像经历一场永不散场的盛会：如果这些投资者只是这样如同在一个车队开道的盛大游行上，那他们一定会乐此不疲，收益丰厚。但是，如果参加盛会的人们被突然推到了大街上，被迫参加一场马拉松，恐怕能坚持到终点的人寥寥无几。

那么，你怎样才能拥有一流的投资心性，而使你的晚年幸福无比？这就如同准备任何一项运动一样，需要有最严格的训练和纪律。一言以蔽之：这需要花上几年的时间，在某些情况下，需要几十年。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

你需要进行的主要训练是账户再平衡，这一训练的意图是使你能够在表现不错的年头里高价卖出你的股票，而在华尔街饿殍遍野的时候低吸。像2008～2009这种糟透了的年份里，这就意味着，在你的家人和朋友们抱头鼠窜的时候，你就需要动用大量的资金购买不断下跌的股票了。也许这种感觉很糟，但绝大多数市场老手会告诉你，在他们感到几乎快要放弃的时候，实际上就是最好的买入时机。

你会有足够的时间明白这个道理：获利最丰的买卖通常是在市场情况最糟的时候进行的。股票的价格从来都不会变得很便宜，除非坏消息一个接一个地来，那个时候，你一定会慢慢习惯低吸跌下来的股票。也就是说，你将发现自己很在“投资状态"。如果你特别幸运，也许你能在这场金融奥林匹克比赛中赢得多次胜利。在历史性的熊市中，股票最终总是会流回到它真正的主人手中：那些整洁、健硕的长期投资者，他们在黑暗的天空下有足够的耐力撑到曙光的出现。

神经系统科学家们从另一角度诠释这一现象：当人类那爬虫类的脑疯狂地尖声惊叫时，请学会识别这种来自扁桃腺的信息，这种信息除了让你变穷以外什么也做不了。当你身处如今的金融时代，要学会正确理解我们脑子里那个罪恶的“核桃仁”所发出的原始信号。当你打开CNBC，你的脑边缘系统大叫一声“蛇”的时候，请记住它真正传递出的意思：如果要买股票，现在也许就是最好的时候。同样的道理，在你的“脑伏核”面对财富的诱惑而向你传递出强大的、如同

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

迷恋可卡因般的兴奋之情时，好比你看到 CNBC 不断叫嚣着"买进"时，此时的你应该紧紧捂住你的钱袋子。

依我看，能够忽略掉我们这些无效的本能反应其实也是一种能力，拥有这种能力的投资者一定会得到最高的回报。请记住，当我们沉迷于观察市场的每日波动时，我们的脑边缘系统有这个本事记住这些情绪长达 2 年之久。所以，当市场整个下跌时，把电视关了。你关得越快，就能越快走到充满阳光的户外，散散步，对你的投资你会感觉好得多。

我们自然需要和我们的家人、朋友常接触，但在市场严重下挫的时候，千万不要和他们讨论投资方面的问题，这只会令你陷入狂乱。如果他们率先挑起这个话题，你马上转一个话题。如果他们坚持要谈论，轻描淡写地说一句："我的投资顾问打理这些东西，关于投资方面的这些事我已经提不起任何兴趣了。"就可以打发掉了。好好利用这种时候和久未相聚的亲友互相增进感情，或者一起谈论一下在本赛季凯尔特人队是如何表现的。

最后，还有一个心理学的诀窍可以帮你钝化熊市对你的影响，特别是如果你已经退休了并且正逐渐消耗你的投资组合，那么偶尔放松一下神经，想象一下你的投资组合由两个桶组成：一个桶里放股票，一个桶里放债券。当股票表现得很差劲时，为了维持日常开销，你需要卖掉债券，因为此时债券的收益会比较高。在市场春天来临的时候，别忘了用卖掉股票的钱把债券那个桶再装装满，还有，你的生活开支也

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

得从股票那个桶里去拿。

请别再去分类

请谨记：看似表现没那么好的公司通常会是一只好股票，反之亦然。同样地，没有那么光鲜亮丽、增长比较缓慢的国家往往市场回报不俗。切记，千万不要把快速增长的经济和股票市场高回报率紧密联系在一起。

当然，这也需要你“变得再无趣些”。我们人类总是渴望爬上权势等级的最高端，于是，我们渴望拥有最高级的鞋子、车和服饰，对于股票，我们也渴望拥有最好的。自然，你也肯定不会拿你买的那些卡特彼勒公司股票或指数基金在你那些俱乐部的朋友面前炫耀，因为他们不会感兴趣。让他们去笑吧，最后被笑的一定是他们。

别再把希望寄托在随机性上

我们在第 2 章的时候曾经提到过，金融经济学家尤金·法玛教授在他的研究中发现，几乎所有显而易见的市场规律都只不过是巧合罢了——就像月亮中出现人像，或在疾驰的云中看见帝国大厦的浮影掠过。不要试图用今天的市场规律诠释未来。对价格波动最安全的解释就是：它们是随机游走的。若是在事后能得出市场为何涨跌，那么也请牢记，没有人能够持续预测牛熊变换。

也请回忆那个在露天广场上满天抛掷硬币的情形：那么

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

多的教授都在做预测，只有少数几个也许总会说对，但也只是纯粹出于运气。你看看他们的名字就知道，每年都在变换。所以，请忽略他们。每当我在广播或电视上听到所谓的专家在那漫天谈论市场的时候，我立刻就想到了普林斯顿教授波顿·麦基尔的那个著名的猴子掷飞标的理论。

为了不再受到这些所谓的规律的蛊惑，我建议你进行两个练习。首先，在你真的采取行动之前请先克制一下，两三年之后，回顾一下你当年的预测，你会发现，你将十分欣慰当年未采取任何行动，这个机会还是很高的。永远都不要忘记，股市是一个让大多数参与者都尽失颜面的地方。

第二，当近期或好或坏的股票或债券回报看上去像是会持久不变的时候，请看一看长期数据，并对自己重复地说“长期回报重于短期回报”。诚然，到2008年为止的10年间，即便将红利再投资计算入内，标普500平均每年下跌也达1%以上；若将通胀计算在内，损失可达每年4%左右。投资者的确有理由持悲观态度，因为在之前的10年，即1989～1998年间，该指数平均每年增长超过19%。到1998年年底，投资者以为进入了股市永久高回报的时代。

看一下长期数据，更重要的是，看一下高登方程，我们可以发现，高速增长的1989～1998年和糟糕的1999～2008年都不能作为典型。历史数据显示，1926～2008年标普500年均增长9.26%；而高登方程显示未来回报率会略低，大概在7%～8%之间（这里是指名义回报率，未计算通胀因素）。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

正如我之前所述，只有长期的历史数据才能够很好地预测未来收益，高登公式能更好地对未来进行预测，因此，这两者比起 1998 ~ 2008 这短短 10 年的数据观察要可信得多。

最后，永远别忘记传奇式投资者约翰·汤普敦（John Templeton）的警示，在英文里最昂贵的四个字是“这次不同”。

你没有生活在沃比根湖㊀

在投资界你并不高于平均水平，甚至很可能还达不到平均水平。金融界吸引着社会上最优秀和最聪明的资源和人才，并提供给他们最好的数据和最快的电脑。凡是你进行任何一次股票或债券的买卖，你都在和这些拥有天资、配备精良的工作狂竞争。你获胜的可能性近似于在下一赛季和扬基队对阵垒球的获胜几率。

查尔斯·艾利斯（Charles Ellis）是投资界资深发言人之一，他曾精辟地指出：只有三种方法能够投资制胜。你可以想方设法比所有其他人都聪明，但问题是，在这场比赛中，你不可能做到。你也可以尽量地比所有其他人都努力，但这也不可能做到，因为华尔街的很多人从不休假，有些甚至还比你睡得少。用艾利斯的话说：看一场足球赛，很明显场上的家伙们比你快得多、壮得多，并且更愿意承受皮肉之苦。

㊀ 沃比根湖引自一部美国小说，在这个虚构的地区中，所以人都认为自己的孩子的智商高于平均水平，而实际上这是不可能的。——译者注

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

你肯定会说："我不想和这些家伙们比赛！"那么，股市成交量的90%是机构做的，其中又有一半是全球50大投资公司做的。这些世界上最聪明的家伙，热情高涨、配备齐全、从早到晚地拼命工作。你猜怎么着？我也不想和他们拼命。

如果查尔斯·艾利斯不想参赛，那你也不应该参加。但是，据艾利斯说，还有第三个方法能够获胜，尽管这也不容易：那就是买入并长期持有指数基金的方法（或至少是当其他人都处于极度恐慌之时买入，当其他人都争先恐后地买入时抛掉）。这就类似于根本不参加比赛，但确是唯一能够获胜的方法。

最后，我还有一个忠告：2009年阅读本书的投资者应该很容易理解，那就是明白对于高估自己的风险承受能力所导致的危害性。但在2010年之后看这本书的投资者需要注意，相信自己能承受的风险和事实上能够承受的风险是完全不同的。因为说说容易，但真正去做是全然不同的。如果你从未测试过，我强烈建议你在遇到的第一个熊市中极为谨慎地进行投资。

把自己当成普通人

想要加入投资界真正的贵族阶层？那就成为联邦雇员并参与政府的节俭储蓄计划。该计划的基金总共仅收取0.015%的费用。

与此相对比，富有的投资者和那些仿效他们的投资者，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

则是金融服务公司的现金牛，业内给他们的不太好听的名字是"鲸鱼"。不要成为其中的成员，尽量避开对冲基金、私募股权投资和花哨的衍生品类投资策略的诱惑，而要投资于普普通通的低成本指数基金。有个事实可能会让你感觉好些，许多发行指数基金的公司有一个特定的、高门槛、极低费率的股票等级，这些是一般小投资者所不能参与的。例如：先锋基金（Vanguard）对高等级投资者通常仅收取 0.09% ~ 0.20% 的费用，差不多是其普通的投资者费率的一半。高等级投资者要求初始投资达 10 万美元，而普通投资者仅要求 3000 美元。

> 别试图跟上专业投资人；他们很可能刚刚买下了布鲁克林桥。

尽快警醒吧，闻闻咖啡的香味，看看证券经纪公司管理层的私人飞机和 8 位数奖金，那些都是要你买单的；再看看这些无能之辈为你取得的低于平均水平的回报。如果你发现自己坐在皮质的沙发上，而那个家伙乘坐私人飞机来往于各种度假别墅之间，那么，立即掉个头跑开吧。可能你父亲曾经告诉过你，如果你不知道谁是牌桌上的输家，那么输家非你莫属。

本章小结

小心那些关于金融或经济事件花哨的、简单陈述式的故事，没有什么可取代第 2 章中所描述的对股票和债券回报的

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

数量化预测。

从你的投资组合中剔除兴奋和新奇，追求这些东西可能需要付出高昂的代价。

通过定期调整投资组合来保持良好的情绪状态，因为这样能使你与大多数投资者进行相反的操作，最重要的投资能力就是情绪控制。

小心类推：好公司常常不代表好股票，快速成长的国民经济经常会产生较低的回报。

不要幻想可以预见根本不存在的趋势图形，金融市场上短期内的行情是没有规律的。

把自己当成普通人，当买卖股票或债券时，想想谁是你的对手。

不要追求花哨的投资工具，它们大多数会带来苦果，平实的指数基金对你的退休计划也许更为有利。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第5章
Chapter 5

提防经纪陷阱

2006年春天，我在一个高级经纪人的会议上做了一次演讲，主题是经济史与市场回报的联系。在我演讲之前，一位高大的、相貌堂堂的华尔街大公司顾问走过来向我介绍自己，我们进行了简单的交谈。他俯视着我，一字一句地对我说道："伯恩斯坦，作为一名医生，你写的有关金融方面的东西已经很好了。但是，我认为，你并不了解另类投资。"

他说的另类投资，指的是那一长串非传统的金融投资产品，很多公司都炒作过这类产品：商品基金、结构型投资工具、按揭证券、担保债券、信用违约互换和短期投资票据，当然，还有对冲基金。

以上这些投资产品具有三个共同的特性：在随后的两年，它们中只有少数能真正赚到钱；以上这些产品在整个投资过

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

程中都需要支付很高的费用；它们都为经纪公司赚了大笔的钱。由于对投资界的居心不甚了解，成千上万的投资者，还有那些貌似充满着智慧、管理着养老金的经理们都在这里栽了跟头，损失了亿万美金。而真正的悲剧是，这样的损失完全可以避免。

与一群坏人在一起

在任何一个城市、任何一个规模的城镇，人们在天黑后都会避免走过某些特定区域，投资领域也一样。稍微有点不同的是：你不敢离前门超过 10 米远。

一个谨慎的投资者把几乎整个金融行业都看做一片战区。股票经纪人、全牌照经纪公司、新闻出版物、投资顾问、对冲基金，这些都被看成了战区中的一部分。大多数基金公司类似某些不负责任的国家，向“投资环境”中排放了更多的“有毒物质”。其实，那些金融顾问们离了他们的卷宗就不知道该如何投资。我们不禁要问，我们可以相信谁？事实上，我们几乎谁都无法相信。

为何我们的投资圈里存在着这么多的恶心事？首先，这个行业或政府都没有对经纪人或者金融顾问提出过任何教育背景上的要求，更别说那些对冲基金、养老金和共同基金的基金经理们。

那些普通经纪人的金融知识一直让我深感不安。我可以

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

说，看完这本书，你对金融方面的了解已经远超他们。举个例子，我到现在为止也没遇见过任何听说过法玛和法兰奇、熟知证券市场历史，或者能够简单说明风险是如何影响投资回报的证券经纪人。

想想看吧：所有的医生、律师、会计都需要相应的研究生学历，并且需要学习好几年来通过从业资格考试，然而你的经纪人甚至都不需要高中毕业。更可怕的是，一个无能的经纪人比一个最不济的会计更能让你的资产迅速缩水。而在这个过程中，他却迅速致富。

> 普通水平的股票经纪人服务他的客户就像娃娃脸的尼尔森"服务"银行一样。

第二点，就像我之前所说，人们之所以不选择进入金融行业，其理由与人们选择从事社会工作、政府机关工作或者基础教育工作差不多。很少有对冲基金的经理或者共同基金的经理会不考虑自己的个人利益，他们的世界里除了自己的利益还是自己的利益。我想这么说并不过分，即很多人选择在经纪公司、对冲基金、共同基金工作的理由与威尔萨顿抢劫银行的理由是一样的——"因为那里有很多钱"。因此，对那些掌管你钱袋的人，你需要非常谨慎。

第三点就是众所周知的"代理人冲突"。很简单，一家共同基金或者经纪人公司有两个主雇：他们的客户，以及经纪人公司或基金公司的股东。每家公司的目标都是实现公司的利益最大化（基金公司和经纪公司股东才是真正的主雇），因

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

此，他们往往以牺牲客户利益为代价。实际上，公司的主要目标就是尽可能多地让客户“破财”来喂饱公司的股东和管理层。

难道共同基金和经纪公司的最大利益不是用心管理客户的资产来保留客户么？事实上，不是。从客户的角度来看，最好的投资就是去购买指数基金，每年花百分之0.1～0.2的费用并非难事。然而，基金公司可以很轻易地说服投资者购买他们旗下“拥有超级良好表现”的基金。而在通常情况下，这些基金在佣金及交易手续费上每年平均损失2%。自然，这都落入了经纪人和经纪公司的腰包。然而，即使经纪人的客户或者基金持有人在一两年后发现了真相并选择离开，经纪公司也已经赚到了足够的钱。如果客户一直没发现，事实上大多数客户都不会发现，那么这更好了，公司赚得越多越好。所以，在投资行业中，诚信绝对不是最好的策略。

这里有一个古老的投资公司的故事，讲述了一个年轻的经纪人询问一个老资历的经纪人的成功秘诀。后者回答是：“那很简单，慢慢地把你客户的资产转移到自己的名下。”

这不是一个玩笑。假设这个老资历经纪人的客户在1969年1月投资1000美金，再假设这位经纪人从客户的证券投资组合中抽取3%投入到自己的账户。最后，假设经纪人和客户都投资标准普尔500指数。客户从每年收到的标准普尔500指数的投资回报中需减去3%的佣金费用，而经纪人投资指数基金（大部分都选择这样做）通常每年产生0.2%的费用。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

数据图 5-1 向我们展示了实际发生的情况：到 1993 年，经纪人比客户拥有更多的资产；而到 2008 年年末，他已经积累了两倍于客户的资产。

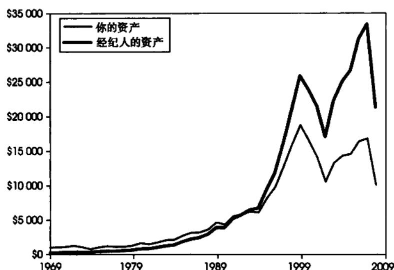


图 5-1 你的资产 VS 你经纪人的资产

所以我们说，经纪人是训练有素的，只不过不是在金融知识方面。证券公司在教会这些经纪人如何诱骗销售金融产品时总是那么在行。一位记者曾经发现，在美林和保诚证券中，培训生们往往没有任何金融背景。就像其中一位曾经的汽车销售员所说："投资只是卖另外一辆车罢了。"大多数公司确实也给他们的员工培训了一些股票和债券的基础知识，但这些知识也仅仅够让他们向客户说明自己到底在卖什么。

记者所看到的大规模培训实际上就是一种机械式的语言培训，他们让新手一遍又一遍重复销售手册的内容。这种运转顺利滔滔不绝的方式确实让客户上了钩，50 年前，"IBM

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

的股票将会大涨，我准备立刻给你买进300股”这样的话对奥奇·尼尔森很有用。最近几十年，“你最担心什么，约翰逊太太?”这样的话能产生更多的销量。在完成培训后，其中一家公司会鼓励这些刚出道的新人去获取房地产和保险方面的证书，而且每天还要安排他们至少打180个推销电话。

有关股票经纪人管理的账户，其业绩如何，这点几乎从来没有第三方数据加以说明。想知道你的资产组合换手率是多少？总费用或投资回报是多少吗？好吧，你很有可能没这个机会知道。更让人匪夷所思的是，连美国证监会（SEC）和专门从事经纪行业自律监管的美国金融业监管局（FINRA）也不保留诸如经纪人如何投资、他们投资业绩表现如何等的数据，殊不知，这些监管机构可是负责维护广大投资者权益的机构。

我们每日和这个行业打交道，但能获得的信息简直少得可怜。那些经纪人也极少推荐国债或指数基金，因为这些产品佣金收入甚微。相反，他们会大量推荐公司债和市政债券，这些产品会为他们带来丰厚的利润。很自然，这些被称为“主要交易”，这些交易指的是经纪人在自营的股票和债券库里买卖。常常，经纪人会“慷慨”地告诉客户“这不收佣金”，好像你刚得到了一份圣诞大礼一样。

经纪人没有说的是，和卖给客户的价格相比，他很有可能以低好几个百分点的价格从另一位客户手里买下这些债券。还是到近期，客户才可能知道个人政府债和企业债的报价，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

此前，想知道此类信息几乎是不可能的事。于是乎，长期以来买者和卖者一直在被经纪人要弄，却还蒙在鼓里毫不知情。

经纪公司玩的另一个隐匿的手法就是那些“特别证券”：那些经纪公司投行部负责承销的却被更机智的机构投资者退回的证券和股票。通常，哪个经纪人能把这些垃圾处理给不明就里的客户，公司一定会奖励他在郊区美妙的田园待几个晚上，或者去国外旅行一趟，或者奖励一部车给他。很显然，像这样的事，经纪公司怎会大做广告。但是，常常外部的一些顾问会发现该公司的经纪人账户中会混着许多新进的来路不明的股票和债券，这些股票和债券往往标着“特别证券”的字样。

客户总是期望他们委托的经纪人能够为他们挑选出超越市场业绩的证券。可惜的是，这些经纪人只是销售专家。要知道，如果他们能精于挑选证券，那么，他们也不会只做一名经纪人了。更有可能发生的一种现象是，经纪人做出的许多建议都是通过经纪公司的“内部通话盒”授意的，这种通话盒是一种通信系统，连接着总部和成百上千的分支机构。每天通话盒要把分析师最新推荐的股票和债券反复念叨好几遍。

有时，这些建议不是完全没有价值，前提是你确信自己没有被草率忽悠就行。你要知道，这些信息最先透露给机构投资者、共同基金和私人管理的大客户。等到小投资者知道这些消息的时候，股票的价格早就扶摇直上了。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

另外，经纪公司的投行业务也会让分析师的正直和诚实一点点消逝。如果分析师对一家公司的股票很不看好并予以尖锐评价的话，这通常会惹怒这家公司，那么以后如果这家公司再发行新股和新债，它就不可能再用这家经纪公司了。所以，我们可以看到，分析师常用的字眼是“表现优异”、“加仓”、“持有”之类的，但他们的词汇中很少有“卖出”的字眼。

在20世纪90年代，此类事件更是一发而不可收拾，那个时候互联网IPO能给投行部门带来大量的利润。像玛丽·米克和亨利·布洛杰特这样的分析师，在那个时候也恬不知耻地为他们服务的经纪公司呐喊助威。当投资者发现他们上当受骗的时候，一切都已经太迟了。分析师和公司早就赚得盆满钵满。值得庆幸的是，在解决了一桩SEC控告其欺诈罪名的起诉案后，布洛杰特先生良心发现，并最终开始谴责自己所在的那个行业。此后，他更积极倡导被动投资和指数投资。作为一个有天赋的记者和作家，他常为《新闻周刊》撰稿。

如果你被推荐去读一些分析师写的报告，那么，请确认一下它们都是来自第三方的报告。可是小投资者不可能拥有这些昂贵的“设备”，因为这些报告都是以大价钱卖给大机构客户的。

人们不禁要问一个问题：为什么人们没有适当的保护使他们免于遭受经纪行业的一系列不良行径，而其他的行业则

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

有这样的保护措施，如医疗、牙医、会计和法律？那是因为，这四个行业都有监管，因此，此行业里的专业人士一旦越轨做一些坏事，那也一定是在他们穷困潦倒、穷途末路的时候。如果一名医生没有识别出一两例明显的细菌性肺炎并使用抗生素进行治疗的话，他就会被吊销执照。会计师或律师也会遭受同样的惩罚。

但是，经纪人就大不一样了。令人沮丧的事实是，联邦政府和州政府并不像监管其他行业一样监管经纪行业。举例来说，法律上是不会考虑经纪人的信用信托问题的。“信用信托”这个词隐晦表达了“客户利益至上”这层含义。会计、律师、银行家、医生，他们对客户都具有信用受托的责任，投资顾问也应承担这一责任。

然而，令人不可思议的是，经纪行业居然避开了这一监管要求。没有一个行业会让客户的利益损失如此之大。管理费、佣金，这其中每一分钱都直接进了经纪人或经纪公司的口袋。[⊖]

> 和你的医生、律师和会计师不同，你的经纪人不对你负责，他没有法律义务始终让你的利益高于他自己的利益。

从某种意义上来讲，这种状况也是一种偶然现象。我所提到的所有教授，经纪公司的除外，都认为经纪行业早该有最起码的培训规定。100 年前，医疗行业颁布了

⊖ 在本书将要出版之际，奥巴马当局开始强化对金融领域的监管，这其中包括对经纪人行业采取严格的标准。——原书注

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

《弗莱克斯纳报告》，于是，你的医生、牙医或律师都不可能只是高中毕业。但你的经纪人，他很有可能学历不高。

基金的游戏

前几页恐怕已经讲述得明明白白：不要再和任何一个经纪人接触，不要再和任何一个经纪公司接触，迟早你会发现你将受骗上当。另外，你和他们之间没有任何信托关系，他们不会对你负责，你也无法采取什么法律措施来防止你受到欺骗或者购买了一个极不合适你的投资。

与此相比，基金行业也许能够稍微减轻一下你的敌意，因为它们好歹更为透明一些，而且也有 1940 年颁布的《投资公司法》的保护。至少，你可以有机会反击来捍卫你的财富。

我们先列举一些共同基金的优点吧：

- **分散投资**：大多数共同基金持有几百只证券，这使你免受单一证券波动可能带来的巨大损失。当然，这样的组合也不可能有一大笔回报给你，像我们在第 2 章里提到的可怜的米勒先生，一位“超级明星”经理，手里只拿着几个公司的股票。
- **费用透明**：不像经纪公司，基金公司会在它们的基金招募说明书和定期报告中写明各项收费。它们虽不公布交易费用，但从交易的频繁程度、基金规模、公司大小等可以估算出这些费用。对于股票型基金而言，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

交易频繁程度上升10%，它的收益就降低0.1%，因此我们说，交易频繁程度越低，收益越高。

- **专业管理**：你的经纪人也许曾经是个二手车推销员，但你的基金经理很可能已经获得了金融或经济学的相关学历，它们更熟悉本书所提及的各项基础理论知识。当然，这些不太可能让基金经理们长期战胜市场，但他们受到的良好教育和训练可以大大减少一些低级或灾难性的错误，而经纪人们却常犯这样的错。
- **法律保障**：1940年颁布的《投资公司法》为你的资产构筑了一道有效的法律屏障。直接的欺诈行为在基金公司中几乎绝迹，而对经纪公司而言，屡见不鲜。
- **操作简便**：只需轻点几下鼠标，你就能获得老一辈人想都不敢想的资产投资组合。

目前为止，一切顺利。但不幸的是，基金公司的这些优势：分散投资、费用透明、专业管理、法律保障和便捷，都无法消除一直困扰金融服务业的三大问题中的其他两个问题：银行大盗威利·萨顿（Willie Sutton）现象和代理人冲突。

鲜有经纪人会像艾伯特·史怀哲（Albert Schweitzer）和特蕾莎修女（Mother Teresa）那样，与此同理，共同基金的基金经理们和公司老板也无人能够做到。和经纪业务类似，基金公司并不对基金持有人（也就是你这个真正的投资者）负有忠诚的责任，但他们对公司股东负责。伟大的经济学家保罗·萨缪尔森（Paul Samuelson）说得好：

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

“在共同基金领域里，只有一个地方能赚到钱，就像在酒吧里只有一个地方适合有节制的人待着，那就是吧台后面，而不是前面……因此，我决定投资资产管理公司。”

在此，我们说得简单一点。基金公司的经济收入来源于所管理的资产，它们从中按照比例提成。于是，所有的关注点都放在了基金规模的增长上，而不是投资者的回报。当然，一个好消息是，和经纪业务相比，资产管理规模和基金业绩表现之间的挂钩越来越紧密。基金公司很少会瞎来，它们会发布定期报告披露业绩和各项费用，因此，你很容易根据这些做出你的投资决定，是投股票基金还是转到货币基金。你需要做的只是填写一下表格，仅此而已。

话说回来，基金持有人和基金公司之间，其利益实际上存在着一条巨大的鸿沟。我知道，杰森·茨威格（Jason Zweig）对投资公司协会说的一番话把这之间的区别展示得淋漓尽致。他说，“投资类基金公司”是指为基金持有人服务的基金公司，而“营销类基金公司”是为公司股东服务的基金公司。请看杰森·茨威格先生的这番话：

“营销类基金公司总是发行一大批初级基金，纯粹出于运气，它们中的一些可能表现得相当出色。于是，公司开始猛打广告，吹嘘自己的业绩有多么傲人，然后一大堆容易受骗的投资者上当了。而这些投资类基金公司绝不会去做。”

随着资产规模逐渐扩大，公司开始受益于规模经济。营

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

销类基金公司不会降低任何费用，它们并不会把每份所得收益分给基金持有人，而是直接打进公司的账簿。投资类基金公司会让基金持有人同时受益，它们会降低费用。

营销类基金公司会在市场最好的时候选择它们最好的基金做宣传，广告中都是“如阿尔卑斯山般陡峭的山形图”。而这一切，投资类基金公司绝不会做。

营销类基金公司根据基金规模支付基金经理薪水，投资类基金公司不这么干。

营销类基金公司不会对投资者进行风险教育，尤其在牛市里。投资类基金公司却会反复对投资者进行有关风险的教育。

此外，营销类基金公司有内部交易的丑恶习惯。共同基金公司支付很多佣金给券商，这些券商为他的基金买卖股票。通常情况下，基金公司无法抵抗一些诱惑，譬如因为交易量大而私下收取券商的佣金回扣（通常以软货币酬金的方式），更为糟的是，基金公司授意其关联券商做交易。投资者通常很难发现这些隐匿其下的交易，也无法知道他们到底有多少钱悄悄地不见了。

不幸的是，除非你是这个领域的专家，否则，你根本无法获知这种信息。简单地说，对于任何一家金融服务机构来说，它的股东结构非常关键，最终决定其长期服务基金持有人的质量。表 5-1 可以生动地说明这一点：18 家基金公司中，“非营利”和私有公司排在第一、第二、第三、第六和第九

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

位，而母公司是上市公司的基金公司几乎全部排在后面。

所以，请不要买那些母公司是上市公司的基金公司的基金。

表 5-1 共同基金业绩表现和所有权结构

公司等级	所有权结构	4~5 星晨星评级百分比占比（%）	1~2 星晨星评级百分比占比（%）
1 先锋基金	共有制	59	5
2 多维基金	私有制	57	7
3 美国教师退休基金会	非营利	54	4
4 美国普信	上市	53	9
5 杰纳斯基金	上市	54	16
6 美洲基金家族	私有制	46	20
7 富兰克林邓普顿	上市	31	22
8 摩根士丹利	上市	32	30
9 富达基金	私有制	31	34
10 巴克莱	上市	27	31
11 AIM 投资公司	上市	20	34
12 哥伦比亚公司	上市	23	38
13 高盛	上市	15	55
14 德莱弗斯公司	上市	12	53
15 主体基金	上市	20	60
16 约翰·汉考克公司	上市	17	60
17 ING 公司	上市	9	64
18 百能投资公司	上市	4	62

注：此排名为综合排名，取自晨星 4~5 星评级百分比占比和 1~2 星评级百分比占比

资料来源：John C. Bogle, "A New Order of Things—Bringing Mutuality to the 'Mutual' Fund," speech given at George Washington University Law School, February 19, 2008. Courtesy of John C. Bogle.

上述种种情况绝非偶然。当今众人对市场均保持高度警觉，基金公司的注意力像镭射光点似地全部集中在下个季度的公司盈利上。要记住，我们这里所说的盈利是指基金公司

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

本身的利润，并不是指基金持有人获得的投资回报。

你们看着吧，迟早那些母公司是上市公司的基金公司的利润将由它们的客户负责提供：也就是你，基金业的现金牛。

所以说，最理想的状态是，基金公司没有公有化或私有化的股份，基金持有人能够直接参股是最妙的。我们在第2章谈到过这些，目前只有一家基金公司这么做，那就是先锋基金公司。所以，它的国内股票指数基金一般收费在0.09%～0.3%之间，它旗下的主动管理型基金和国外基金收费略高。相比之下，其他基金公司国内主动型管理的股票基金平均每年收取1.35%的管理费，国外基金则更多。

在表5-1上的私人基金公司，最大的几家是富达基金公司、多维基金公司和美洲基金公司。这些公司的重点在于它们的股份不公开发行，因此，它们不需要每季度公开发布它们的盈利情况。当那些追逐利润的公司无法避免代理人冲突，这些私有的基金公司往往会注重较长期的回报，这对投资者和股东都有好处。下面我们一个个地来看。

富达基金公司属于约翰逊家族所有，并且主要由其经营。1949年爱德华·约翰逊二世（Edward C. Johnson II）创建了富达基金公司，后来又把它传给了能干的、有远见的爱德华·内德·约翰逊三世。在内德手里，富达公司早早地进入了电脑时代，竞争力超前。内德还有一种特殊的才能，他能向投资者们提供当月最热门领域的基金。你说巴西债券或者风电技术是不是时下最热门的东西？好吧，内德就有专门的

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

基金为你投资这些热门领域。

就茨威格先生的定义来看，富达基金公司最有可能是营销类基金公司，但它也有两点可取之处：其一，富达基金公司更多地鼓励以客户为导向的企业文化，它们旨在留住持有人。这就意味着稍低的管理费。此外，也是更重要的一点，富达基金公司提供费用非常低廉的被动管理型基金。这些基金费用真的很低，事实上，它们都是亏本出售的，这么做是为吸引你去购买其他的基金，那些基金的费用就没那么便宜了。只要你可以享受低廉的费用，那就是一件好事。

美洲基金公司就更为奇特了。该基金公司由美国资本投资集团公司（私有制公司）掌控，向咨询师和券商提供基金，这些基金都带有各类费用，当然，最终上钩的是你。尽管如此，它们的投资文化是最自律也是最关注于业务本身的，因此它们长期业绩都不错。如果有人硬让我买主动型基金，我就买这家公司的。（在某些情况下，投资者可以买到无付费基金）

1981 年，大卫·布斯（David Booth）和雷克斯·辛克菲尔德（Rex Sinquefield）联合创建了多维基金公司，我们前面已经简要地提到过。该公司的精神领袖非有效市场假说创立者尤金·法玛莫属。肯尼斯·法兰奇（法玛多年的主要合作者）从事基金产品的设计，他设计的基金都是被动管理型，大多数投资小盘股或价值股。目前该公司由大卫·布斯和雷克斯·辛克菲尔德所有，法玛和法兰奇积极参与。因为私有

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

制的股东结构，它们的基金收费通常在每年0.1%～0.2%之间，比先锋公司的要高一些（先锋没有类似基金）。如果你对价值型和小公司有偏好，可以选择它们。

买多维基金的唯一问题是，你需要支付顾问一定的费用才能购买它家的基金。我认为，如果你能够打理好你自己的投资就不要用什么顾问，他们的费用每年从0.5%～2%不等。可是，如果你想通过顾问管理基金，那么在你选择之前，请弄清楚这些顾问自己有没有买过多维的基金产品。

最后，我想向大家推荐一个有公共股权的基金公司，为此，我有些颤抖。那就是巴克莱公司，它旗下的安硕（ishare）系列ETF基金是该领域的翘楚。我并不是ETF的痴迷者，但它家的ETF产品确实为投资者提供了一些更为奥妙的资产类别，连先锋和富达都不曾涉猎过。只是，遗憾的是，在本书写作的过程中，安硕已经被卖给了黑石，其前景如何就无法一下子道明了。

本章小结

你与金融服务业之间的生死斗争已经展开了。花在管理费、手续费和你支付的一些差价上的钱，每一分都是直接从你的口袋里掏出来的。如果你把每一个股票经纪人、保险推销商、基金销售和金融顾问都当做性格坚毅的罪犯，那么你就能做得相当出色了。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

基金公司和经纪公司比你知道得更多，你根本无法知悉他们欺骗你的方法。

如果你要投资，那么去买那些非营利性质的基金公司的基金。如果你只能和营利型基金公司打交道，那么选择那些私有制的公司吧。如果你没办法非得和那些母公司是上市公司的基金公司交往，那么就买那些费用最低、换手率不高的基金吧，通常这指的是ETF基金。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第6章
Chapter6

构建投资组合

退休之后你需要花多少钱？为了以后的退休生活，你要存多少钱？一旦你退休了，你的投资组合中有多少应该花在你的退休生活中？这些问题的答案需要遵循两条非常简单的原则：第一，尽可能多地存钱，尽可能早地开始存钱，永远别停下。第二，退休之后，请考虑即期固定年金投资。

制定一个终身的投资计划：一些基本要领

如果你在25岁时储蓄1美元，那么，它的价值就相当于你在35岁开始储蓄时所需的2美元（通货膨胀调整后），相当于45岁时的4美元，55岁时的8美元。一个25岁的年轻

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

人需要储蓄至少其薪水的10%，这也就意味着一个45岁的人需要储蓄其薪水的50%左右。大多数45岁的人都发现，这几乎难以做到，因为在日常生活中他们需要支付生活费用、物业税、收入税。

很多退休金管理领域的专家争辩，这种咄咄逼人的过度储蓄的方式，将会导致投资者在很早的时候就开始进行低消费。很多人认为，完全没有必要为了未来的绝对安全而剥夺自己年轻时消费的权利。就个人而言，我非常不认同这个观点。我想提醒各位，始终记住前文提及的帕斯卡的赌约。年轻时的低消费与资金窘迫的晚年生活相比，实在是微不足道。

如果你想要防止资产缩水，那么，你应该在退休之后取出一部分退休金用来购买一份即期固定养老金。这种由保险公司签发的年金会提供给投资者一份固定的月现金流。如果配偶也想被包含在内，则需支付额外费用。

必须看清的事实是，通过购买这种年金，你将失去对你资金的“控制权”。通常你基本上也不会有遗产留给你的继承人了。但是如果你不购买年金，你将会绝望地发现，你可以使用的养老金少得可怜。然而，对于你的继承人来说，比没有留下遗产更可怕的是，你成为了他们的经济负担。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

在我看来，如果你每年花费退休金的2%，即使稍稍向上调整你的生活开支，你在经济上也万分安全；如果你花费3%，你可能还是安全的；如果花费4%，你开始在冒险了；一旦达到5%，那么，你未来的生活可能不堪设想。举例来说，算上你所有的社会保障和退休金，如果你每年花费5万美金，这就意味着，你需要有250万美金才能万分安全，167万美金才能达到基本安全。如果你只有125万美金，那你就在碰运气了。而如果你只有100万美元，那么，你非常有可能慢慢地走向穷困潦倒。

与之相反的是，你很容易可以找到通胀调整后年收益率在6%～8%的即期固定年金（这取决于你购买时的年龄、性别、收入等）。较高的年金支付一部分来自于那些每年去世的同事，他们支付的年金转移到你这里。也就是说，你与其他人共同分享死亡风险，并且这样可以保证你不会因为长寿而没有钱。如果你活到高龄，那么，你会受益于那些没有如此长寿的人的资产。最优惠的年金收益来自于美国政府。延缓社会保障到70岁开始领取，比起你从66岁开始领取，你的保障金可以提高近1/3。相反地，如果你从62岁开始领取，那么，年金收入减少大约1/4。通过这个可以计算出延缓社会保障到70岁后实际的回报：即每年8%。这比任何资本市场投资回报率都高。你活得越长，你到手的每月支票数额就越大。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

除非你超级富裕，否则，没有多少人能有足够的资产欢度晚年。大多数退休的人应该购买“长寿保障险”，并延缓社会保障到70岁后，与此同时，再追加一个商业即期固定年金计划。

对于很多退休者而言，把领取社会保障金推迟到70岁以后已经可以不降低他们晚年的开支水平，只要将这些开支控制在养老金的2%～4%以内。但是，为了以防万一，他们还必须考虑在保险公司购买一个额外的年金计划。当然，这样做也是有问题和缺陷的，我们在后面将对此进行讨论。

为退休而储蓄：最基本的事项

当你储蓄时，你的资产配置过程是怎么样的？你会使用哪种工具？你的配置在你退休前和退休后都是怎么样的？

在第2章中，我们讨论了几种可行的投资组合。我们从如何根据你的年龄和风险承受能力来分配整体股票/债券的比例，然后，我们根据投资组合的大小以及你对投资组合复杂性的承受能力来配置你的股票资产。

表6-1、表6-2、表6-3中总结了我对于如何在国内股票、外国股票、债券及共同基金之间进行配置的建议。对于每个资产类别，我罗列了传统的开放式基金，它们每天以下午东部时间4点的收盘价，每日买入或卖出一次。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

表 6-1 低成本国内股票型基金

基金	指数	类型	标志	费用比例	最小 Reg. /IRA	应税/避税
大盘市场						
先锋 500 指数基金	标普 500	开放式	VFINX	0.18%②	$3000	皆可
先锋税收优惠增长及收入	标普 500	开放式	VTGIX	0.21%①	$3000	应税
先锋税收优惠资本增值	罗素 1000	开放式	VMCAX	0.21%①	$10000	应税
先锋大盘指数基金	MSCI 750	开放式	VLACX	0.26%②	$3,000	皆可
富达斯巴达 500 指数基金	标普 500	开放式	FSMKX	0.10%	$10000	皆可
安硕标普 500 指数基金	标普 500	ETF	IVV	0.09%	无	皆可
SPDRs	标普 500	ETF	SPY	0.08%	无	皆可
先锋股票市场	威尔逊 5000	开放式	VTSMX	0.18%②	$3,000	皆可
富达斯巴达股票指数基金	威尔逊 5000	开放式	FSTMX	0.10%	$10000	皆可
安硕股票市场指数基金	道琼斯综指	ETF	IYY	0.20%	无	皆可
小盘市场						
先锋小盘股指数基金	罗素 2000	开放式	NAESX	0.28%②	$3000	避税
先锋税收优惠小盘指数	标普 600	开放式	VTMSX	0.19%①	$10000	应税
安硕标普 600 小盘指数基金	标普 600	ETF	IJR	0.20%	无	避税
安硕罗素 2000 指数基金	罗素 2000	ETF	IWM	0.20%	无	避税
大盘价值股						
先锋价值指数基金	MSCI Prime 霸龙价值	开放式	VIVAX	0.26%②	$3000	避税
安硕罗素 1000 价值指数基金	罗素 1000	ETF	IWD	0.20%	无	避税

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

（续）

基金	指数	类型	标志	费用比例	最小 Reg. /IRA	应税/避税
安硕标普 500/霸龙价值指数	标普 500/霸龙价值指数	ETF	IVE	0.18%	无	避税
小盘价值						
先锋小盘股价值指数基金	MSCI 美国小盘价值	Open-end	VISVX	0.28%[3]	¥3000	避税
安硕罗素 2000 价值指数基金	罗素 2000 价值	ETF	IWN	0.25%	无	避税
安硕标普 SC 600 价值指数基金	标普 600－SC 霸龙价值	ETF	IJS	0.25%	无	避税
REIT						
先锋不动产指数基金	MSCI 不动产指数	开放式	VGSIX	0.26%[4]	$3000	避税
安硕不动产指数基金	道琼斯不动产指数	ETF	IYR	0.48%	无	避税

① 低于 5 年，收取 1% 的赎回费。不包括大户投资级和 ETF

② 包括大户投资级和 ETF

③ 包括 ETF 但不包括大户投资级

④ 低于 1 年，收取 1% 的赎回费；包括大户投资级和 ETF

资料来源：The Vanguard Group and www.morningstar.com.

表 6-2 低成本国际股票型基金

基金	指数	类型	标志	费用比例	最小 Reg. /IRA	应税/避税
先锋国际市场指数基金	EAFE	开放式	VGTSX	0.39%[2]	$3000	避税
先锋成熟市场指数基金	EAFE-EM	开放式	VDMIX	0.29%[3]	$3000	皆可
先锋税收优惠国际市场指数基金	无	开放式	VTMGX	0.20%[1]	$3000	应税
先锋欧洲市场指数基金	EAFE-E	开放式/ETF	VEURX	0.29%[2]	$3000	皆可

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

先锋亚太市场指数基金	EAFE-P	开放式/ETF	VPACX	0.29%②	$3000	皆可
先锋新兴市场基金	EAFE-EM	开放式/ETF	VEIEX	0.39%⑤	$3000	皆可
先锋全球前美小盘股指数	FTSE 全球前美指数	开放式/ETF	VFSVX	0.60%④	$3000	避税
富达斯巴达国际指数基金	EAFE	开放式/ETF	FSIIX	0.10%	$10000	皆可
安硕 MSCI 价值指数基金	EAFE-价值	ETF	EFV	0.40%	无	皆可
安硕全球前美不动产指数基金	FTSE EPRA/NAREIT 全球前美不动产指数	ETF	IFGL	0.48%	无	避税

① 低于 5 年，收取 1% 的赎回费。不包括大户投资级和 ETF

② 低于两个月，收取 2% 的赎回费。包括大户投资级和 ETF

③ 低于两个月，收取 2% 的赎回费。

④ 0.75% 申购和销售服务费；不包括大户投资级和 ETF。但建议购买 ETF 因其成本更低。

⑤ 0.25% 申购和赎回费，包括大户投资级和 ETF

资料来源：The Vanguard Group and www.morningstar.com.

表 6-3 低成本债券基金

基金	指数	平均持续时间/平均到期（年，1/31/09）	标志	费用比例	最小	应税/避税
先锋全债指数基金	雷曼/巴克莱联合指数	3.7/5.4	VBMFX	0.22%①	$3000	皆可
先锋短债指数基金	雷曼/巴克莱 1－5 年政府/信用	2.6/2.8	VBISX	0.22%①	$3000	皆可

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

（续）

基金	指数	平均持续时间/平均到期（年，1/31/09）	标志	费用比例	最小	应税/避税
先锋短债投资级指数基金	无	2.1/2.6	VFSTX	0.26%②	$3000	皆可
先锋短期国债基金	无	2.4/2.7	VFISX	0.22%②	¥3000	皆可
先锋短期免税债券基金	无	1.1/1.3	VWSTX	0.20%②	$3000	应税
先锋有限期免税债券	无	2.6/2.7	VMTLX	0.20%②	$3000	应税
先锋中期免税债券	无	5.9/7.3	VWITX	0.20%②	$3000	应税
先锋加利福尼亚中期免税债券	无	6.1/7.6	VCAIX	0.20%②	$3 000	应税
先锋佛罗里达长期免税债券	无	7.5/13.1	VFLTX	0.20%②	$3000	应税
先锋马萨诸塞州长期免税债券	无	7.0/10.5	VMATX	0.17%	$3000	应税
先锋新泽西长期免税债券	无	6.7/9.8	VNJTX	0.20%②	$3000	应税
先锋纽约长期免税债券	无	7.6/12.7	VNYTX	0.20%②	$3000	应税
先锋俄亥俄州长期免税债券	无	7.1/12.3	VOHIX	0.17%	$3000	应税
先锋宾夕法尼亚长期免税债券	无	6.7/10.1	VPAIX	0.20%②	$3000	应税
先锋高回报企业债	无	4.0/6.2	VWEHX	0.32%③	$3000	避税
先锋防通胀证券基金	无	5.8/8.8	VIPSX	0.25%②	$3000	避税

① 包括大户投资级和 ETF
② 包括大户投资级
③ 低于1年，收取1%的赎回费。包括大户投资级
资料来源：The Vanguard Group and www. morningstar. com.

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

我们也知道，先锋公司旗下的许多基金大致分了三个级别供投资者选择：普通投资者级别，要求最少投资 3 000 美金；大户投资级别，要求最少投资 100 000 美金（如果持有基金超过 10 年，则可降低门槛为 50 000 美金）；ETF 基金，所需要的费用比大户投资级别的基金略低。

有关 ETF 的基金选择，我会列在表格最下部的注释中。ETF 和共同基金大体上是差不多的，只是它们可以在交易所进行交易，并在整个交易时间内都能进行买卖。另外，因为它们比较特殊的产品设计和申赎过程，ETF 比传统的开放式基金有更好的避税功能。这些好处当然也是有代价的，在交易中它会产生佣金和折溢价。

我对 ETF 没什么偏见，但我确信，大多数投资者更青睐传统的开放式基金，这其中有三个原因：ETF 所产生的佣金和买卖时的折溢价渐渐抵消了它低廉的管理费优势。从表 6-1 与表 6-2 中你也可以看到，在好几个例子中，ETF 比先锋公司的基金和富达公司的基金费用更高。第二，我认为，尽管 ETF 可全天进行交易，但这会给投资者带来一些心理上的影响。除非你可以预测市场的动向，否则，你就会焦灼于什么时候该买、什么时候该卖。相比之下，每日看看开放式基金的收盘价，然后再决定买卖岂不更好。最后一点，我想 ETF 存在机构风险。粗略地来说，我不太相信大多数提供 ETF 产品的机构能长期存续下去。除了先锋基金公司外，其他的机构都是上市公司。例如，最大的 ETF 家族、巴克莱资本安硕

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

品牌 ETF 好像已经被黑石收购了，那是一家大型的上市金融服务公司，然而这并不是一个可靠的转机。如果你一定要买 ETF，那么去买先锋基金公司的产品吧，这家公司屹立时间会比较长，可以让它成为你的第一选择。

就我个人认为，ETF 还是有一些可取之处的。首先，就安硕全球价值 ETF 来说，先锋公司可没有类似的指数基金。其次，先锋公司的全球全美小盘股 ETF 对普通投资者级别免收 0.75% 的申购费，同时该基金整体花费也较低（一般为 0.60%，它只有 0.38%）。再者，安硕国际不动产基金（IF-GL）也很特别，市场上还没有像它一样专门针对小型投资者的开放式基金。

储蓄有道：美元平均成本法和价值平均法

让我们假定你还很年轻，同时积极地从你的薪水中为养老进行储蓄。那么，你的资产配置要如何才能与你的储蓄计划相匹配呢？

我们以最传统、最严肃的方式开个头吧：美元平均成本（DCA），是指以固定的金额周期性地投资于股票和债券的一种投资方式。

让我们来看看这是怎么运作的。假定你已经决定投资一个 67/33 比例的股票/债券投资组合，由美国市场指数基金、国际股票指数基金和债券市场总指数基金三者均匀组成（即

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

2/3 股票，1/3 债券的组合形式）。

让我们再假设你每月储蓄 300 美金，其中 100 美金用于投资于各个基金。其中，国际股票指数基金极易变动，3 个月每份价格在 5 美元、10 美元、15 美元间变动。如果连续三个月都买 100 美金，下表是可能出现的情况：

	买入金额	单位价格	买入份额
第一个月	$100.00	$15.00	6.67
第二个月	$100.00	$5.00	20.00
第三个月	$100.00	$10.00	10.00
总计	$300.00		36.67
每份均价	$8.18		
第三个月	$100.00	$10.00	10.00
总计	$300.00		36.67
每份均价	$8.18		

由于我们有一个最低价位：每份 5 美金，于是你会购买更多的份额。那么，每份平均价格为 8.18 美金，这会比 3 个月的平均每份价格 10 美金要低。如果投资者性格刚毅和坚持，那么，DCA 法能让他们周期性地进行投资。于是，他们所购买的资产平均价格降低了，而投资回报率升高。

> 年轻的储蓄者应该坚持使用美元平均成本法或价值平均法进行储蓄。

当然，这只是一个极端的例子。即使是在最多变的市场中，你也很少会见到像这样连续 3 个月如此剧烈波动的现象。但是，问题的实质是一样的：DCA 法关注的是投资者在低位时比在高位时购买更多的份额，并以此来提高长期的总回报。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

此外，这里还有更好的方式来实现这种低价买进的法则。哈佛大学金融学教授迈克尔·埃德尔森（Michael Edleson）发明了一种“价值平均”（value averaging）的方法，该方法根据精确的数学公式来建立个人股票和债券的投资比例。对于逐步实施退休金储蓄计划的人而言，这种方法是我所知的最有效的方法。

这种方法是这样运作的：简单来说，对每个基金设立一个目标金额：（如下表所示）：

	全美股票指数基金	全球股票指数基金	债券指数基金
第一个月	$100	$100	$100
第二个月	$200	$200	$200
第三个月	$300	$300	$300
第四个月	$400	$400	$400

粗略一看，似乎价值平均与先前所介绍的 DCA 法使用的是相同的方法，即每月简单地将 100 美金投入到每个基金中。

但事实上，完全不是这么回事。表中的数是目标值，我们举例说明：如果美国大盘股基金第三月价格是 300 美金，在接下来的一个月内下跌 10%，至 270 美金。投资者应该补充 130 美金而不是 100 美金才能达到第四个月月初的 400 美金。同样，如果国际股票上涨了 10% 至 330 美金，那么只需要补充 70 美金。

使用价值平均法比起使用 DCA 法，能使你在低价时购买更多股票，而在高价时购买的更少，这对你长期的投资回报影响深远。当然，这也不是毫无代价的：这种方法比 DCA 要

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

求更高，在熊市时你将面对更多严峻的挑战。对于那些对这种方法很感兴趣的投资者，我强烈推荐《价值平均法》这本书。书中迈克尔·埃德尔森教授陈述了两种方法间的细微差别，并主要介绍了在熊市里如何搞到钱去买更多的股票，以及如何为长期上涨趋势进行相应调整。

四种投资者：投资计划各不相同

以前的书中，我曾介绍过四位不同性格的投资者，即年轻的伊冯娜（Yvonne）、保守避税的山姆（Sam）、缴纳税收的特德（Ted）和介于山姆和特德之间的伊达（Ida）。在这里我要重新以他们为例，介绍在不同的年龄层次和纳税情况下投资是如何进行的。

年轻的伊冯娜（没有资产，储蓄从零开始）

对所有的投资者而言，年轻人面对的障碍最多。他们很难着眼于未来，替他们以后的退休生活做打算。即使他们可以，我们主张消费至上的观念也会蚕食他们的储蓄能力。

幸运的是，伊冯娜似乎逃过了这种思想的残害。童年时候拮据的生活深深地影响着她的个性和财务特征：当她父亲离开的时候，她还只是个十几岁的孩子。此后，她就负担起照顾两个弟弟妹妹和母亲的重担。那时，她的母亲日夜沉浸于毒品，同时承受着日益暴力的男朋友们的伤害。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

通过勤俭节约、努力地工作和一部分奖学金的支持，她慢慢获得了夜校的法律学位并且一次性通过了律师资格考试。她开始了作为律师的新生活，事情变得越来越好：在她支付完食宿、租金以及她那20年旧的本田车维护费后，她依然还有3000美元存入她的退休金账户，连同雇主1:1的养老金支付，一共6000美元作为她每年的养老金储蓄。

伊冯娜最近看到，她有许多朋友成为失业大军的一员，这使她坚信，存一笔6个月的紧急资金是她现在的首要任务。而在另一方面，她更加不希望失去雇主提供的那些“免费”的养老金。所以，明年她要减少度假和看电影的次数，同时加紧储存她的紧急资金和养老金。

让我们从伊冯娜的资产配置开始讨论。一开始的时候她对市场毫不了解，所以，不管她认为自己有多么高的风险承受能力，她都应该限制股票资产的大量买入，而将她的资产配置设为股票/债券50/50。为了让投资简单一些，她应该从只有三种类别的投资开始：美国股票指数基金、国际股票指数基金和短期债券基金。

到目前为止，我们还没有深入讨论过债券资产分类中的资产配置。其主要的规则是：“保持短期，保持高质量”。债券在投资组合中的作用主要表现在三方面：作为一个保险手段以防万一发生通货紧缩或者通货膨胀的灾难；在股票价格下跌时作为购买股票的资金来源；同时，它可以让你每晚安心睡觉不用过于忧虑。由于通货膨胀始终对证券投资最具威

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

胁性，同时长期债券最受其威胁，所以，你最好应该控制你手中债券的平均到期年限在 5 年以下。

以下是伊冯娜的投资组合应该呈现的形式：

- 25% 先锋股票指数基金；
- 25% 先锋国际股票指数基金；
- 50% 先锋短期债券指数基金。

下表 6-4 罗列了她使用价值平均法的整个过程。每 3 个月，她投入 1500 美元，也就是每年 6000 美金。目标是让每只股票基金在每季能增加 375 美元投入，债券基金每季增加 750 美元投入。就像之前所解释的那样，这并不意味着每次她需要精确地加入这个数。在股票表现不佳时，她需要投入更多的钱来达到目标，反之亦然。而没有进入股票基金的钱将会被投到债券或者货币市场基金。

表 6-4 年轻的伊冯娜价值平均法目标金额 （单位：美元）

	全美股票指数基金	全球股票指数基金	短期债券指数基金
2010 年 1 月 1 日	375	375	750
2010 年 4 月 1 日	750	750	1500
2010 年 7 月 1 日	1125	1125	2250
2010 年 10 月 1 日	1500	1500	3000
2011 年 1 月 1 日	1875	1875	3750
2011 年 4 月 1 日	2250	2250	4500
2011 年 7 月 1 日	2625	2625	5250
2011 年 10 月 1 日	3000	3000	6000
2012 年 1 月 1 日	3375	3375	6750
2012 年 4 月 1 日	3750	3750	7500
2012 年 7 月 1 日	4125	4125	8250
2012 年 10 月 1 日	4500	4500	9000

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

表6-4只是展现价值平均法是如何作用的。因为先锋基金有每只基金最低3000美元的限制，这也就是说她不可能同时拥有三个基金，除非她已经积累了9000美元，同时她也不可能完成25/25/50的资产配置，除非她已经积累了12 000美元。而这至少要等到她实行2年储蓄计划之后才有可能实行。

或许随着时间的推移、储蓄的积累，她会增加几个资产分类，例如：大盘股基金、小盘股基金，或者不动产基金。但是，这要在她未来的很多年之后才能实现。现在，她忙于工作、储蓄和执行她简单的投资计划。

避税型的山姆（所有资产都在退休账户）

山姆是一位50岁的会计，生活在中西部，已婚并且有4个孩子。由于他职业的关系，他信奉“自己给自己留钱”的原则，选择把他的薪水留在个人退休金账户中。因为他正在供养4个上大学的孩子，除了6个月紧急资金，他在应税账户中少有储蓄。相反，在他的养老金账户中存有接近500 000美元的储蓄。

这样做有利有弊。从好的一面看来，在未来的20~40年之间，他的账户将始终处于免税状态，这样可以抵消偏高的税率。同时，他可以调整资产分类而不用担心资本增值税。最重要的是，他和伊冯娜一样，准备了足够多的避税资产，使得他可以拥有任何资产类别而不用担心所谓的“税收效率”，换言之，他摆脱了许多收入所得税和资本利得税。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

而从坏的一面来看，当他退休并开始使用他的养老金账户时，他不得不面对较高的税收。由于国家可怜的财政状况，未来的税率极有可能要比现在高，甚至高得多。同时，当他 70.5 岁时，他的账户还必须符合最低的资产配置要求。

山姆在 2008～2009 年股市崩盘时曾经辗转难眠，但是，他也没有恐慌性地抛售。所以，我们认为他有平均的风险承受能力。根据第 2 章中所提到的等式（债券配置 = 年龄，根据风险承受能力的调整），可知他适合的资产配置为：50/50 股票/债券。以下是他的投资计划：

- 10% 先锋大盘指数；
- 12% 先锋价值指数；
- 3% 先锋小盘指数；
- 8% 先锋小盘指数；
- 4% 先锋不动产指数；
- 2% 先锋欧洲市场股票指数；
- 2% 先锋太平洋地区股票指数；
- 3% 先锋新兴市场指数；
- 3% 安硕 MSCI 价值指数；
- 3% 先锋全球前美小盘股指数（或 ETF）；
- 25% 先锋短期投资级债券；
- 20% 先锋防通胀证券；
- 5% 货币市场基金（应税账户）。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

将他的养老金账户从当地的一个全方位服务的经纪人账户那里转出来，这是山姆曾经感到最难做的一件事之一。他的经纪人是他的老朋友，两人从小学二年级就认识，他是扶轮社的成员，也是山姆儿子所在的儿童棒球队的教练。山姆知道他每年在管理费、佣金和交易成本上的损失至少有2%，如果再这样下去，会严重危害到他和妻子的老年生活。所幸的是，他的账户已经达到了50/50的股票/债券的配置比例，所以，他也不需要使用价值平均法：转用上述战略几乎不会对他的资产配置造成很大的混乱。

因为山姆拥有大量资产，所以，他可以考虑再购买一些债券。他已经决定持有一些诸如防通胀的债券。这种债券至少在任何情况下表现都还可以，尤其在发生通货膨胀的时候。

使用应税账户的特德（所有资产均在应税账户中）

像伊冯娜一样，特德也是经历过一番磨炼的。他依靠社会的资助计划长大。做兼职所赚的钱使他有机会就读于工程学校。在特德这个例子中，我们在他早年夜总会的工作经历中已看出他未来的艰辛：每周80小时的工作，资源短缺、人力匮乏、不停地出差、薪资削减，当然还有无法避免的一些后果，他离了两次婚。在近20年的辛苦生活之后，特德已经受够了。当另一家公司愿意支付七位数的薪金时，他毫不犹豫地答应了。

由于他一直没有机会进行储蓄，更别说养老金账户，现

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

在特德所要面对的是很大一笔需要付税的现金。他应该如何处理这笔资金？出于付税考虑，他应该远离三大股票资产分类：美国大盘股、外国大盘股和美国小盘股。

他希望持有一些价值股，然而，在应税账户持有价值股的机会也很有限。基金顾问虽然向他推荐了一种“税收优惠基金”，但是，持有这种基金必须通过其基金管理人。而且，出于他自身的性格和所持有资金数量的考虑，特德认为他并不需要持有这种基金。他也听说 ETF 可能比一般的开放式基金更能够合理避税。然而，对于这种基金，他面对最直接的忧虑是：ETF 需要大量资金介入，而且在过去 20 年里回报也不高。

他也曾考虑过持有房地产信托基金（REITs），而且还可以有一个选择：可变年金（VA）。总的来说，可变年金是由保险公司提供的理财产品，费用很高，而保险公司的成员往往是在金融业内最不可靠的一群人。理想情况下，对于买 VA 的投资者来说，应该满足以下四个条件：投资者应该相对年轻，小于 50 岁；VA 投资最好是针对那些税收没有优势的资产类别；对于这类资产而言，没有其他保护性账户可供选择；最后，VA 应该是采用低成本的被动投资方法。实际上，先锋公司有一款相对低成本的 VA，特德应该考虑这款产品。

特德居住在加利福尼亚州。由于他的投资组合受限于所在州和联邦税的影响，他决定将他的债券投资组合分成四个部分：加州中期政府债券基金、国家政府债券基金、公司债

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

券基金和货币市场基金。

让我们来逐个研究这些基金。特德是加州居民，并且需要支付很高的边际税收，为何他不把他的固定收入都放在加州政府债券上呢？首先，他注意到他所在的州存在一定的财政问题。这些加州独有的财政问题使他不得不考虑像分散股票投资组合一样，分散债券投资组合来降低风险。此外，特德所选择的国家政府债券基金，也就是先锋有限期免税基金，有相对较短的平均到期时间，因而，相比到期日较长的加州债券基金，它们更加不易受通货膨胀和利率上升的影响。

短期投资级债券基金，是一种持有公司债券为主的基金，需要同时支付州税和联邦税。但是，其税后收益依旧可以与国家债券基金媲美。而且，它也使投资更为多样化。

最后，为何要购买那么多货币基金？我通常会推荐投资短期政府债券，但是目前这一债券品种投资收益率实在太低，在其收益率没能超过3%～4%之前，将资金投资在货币市场基金里是一个非常不错的选择。小型投资者还可以考虑定期存款，但是，特德的投资组合过于庞杂，定期存款很难有效执行，因为美国联邦存款保险公司的担保上限是250 000美金。

最后，特德必须决定他的投资组合配置比例。你或许会说，由于他本身的职业因素，在投资中他更偏于保守。现在这里还有一个问题：与伊冯娜一样，他在金融方面也是新手，没有在熊市中投资的经历。回想一下，模拟飞行中的空难和

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

现实空难的差别：看着试算表上25%的损失与实际投资的美元（弗雷德·施韦德所说的“实实在在你曾经拥有的那笔钱”）消失是两种截然不同的事。

由于特德缺乏投资经验，因而，他按照40/60的股票/债券进行资产配置。此外，他为退休储蓄的钱为数不少，有什么理由让他承担不必要的风险呢？这是他最终的投资组合：

- 16%先锋股票市场指数基金；
- 10%先锋智税小盘股；
- 8%先锋智税全球股票基金；
- 2%先锋不动产基金（VA）；
- 4%先锋新兴市场基金；
- 15%货币市场基金（晚些时候可以选择短期国债）；
- 15%加州中期免税债券；
- 15%短期投资级债券。

最后，特德要怎么处理卖掉公司所得的现金呢？他至少有两种选择：第一种方法是一次性处理，用这笔钱一次性购买所有的股票和债券。根据股票的现在的价值，这是一个很好的选择。

或者，特德可以用价值平均法在未来的几年内陆续购入投资组合中股票资产。一个比较折中的法子是，先立即购买一半的股票资产，然后再用价值平均法陆续购买剩下的一半。实际上，特德最终选择哪种方式，取决于他对于购买如此一大笔股票资产的内心舒适程度。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

介于山姆和特德之间的伊达（资产分开存放于养老金账户和应税账户）

伊达的案例比山姆和特德更为复杂。她的丈夫乔伊在她70岁时离世，并且留给她100万美金的证券投资组合，其中包含一些应税资产和养老金计划。另外，伊达还能受惠于丈夫的人寿保险。

他们在1973～2008年的投资生涯中，一共经历了至少5次熊市（1973～1974、1987、1990、2000～2002，以及最近的一次金融危机），因而股市的低迷不会使她过于紧张。当乔伊65岁退休时，他明智地决定降低部分开销，用以渡过此间的生活直到70岁，之后他便能领取社会保障金。但就在乔伊离世之前，他刚过了他70岁生日。

尽管乔伊在刚开始能领取社会保障金时就辞世了，但是我们不得不说，他实在是做了一个非常明智的选择。作为乔伊的配偶，伊达得到了额外的1/3的社会保障金。相比从62岁开始领取，现在得到的保证金支付基本上翻了一倍。

伊达需要活到82岁才能使从70岁开始领取的社会保障金充分发挥它的作用。如果她没有那么长寿，或许你会说，乔伊做出了“错误”的选择。但是，请想想帕斯卡尔的赌约！如果伊达活过90岁（在此我要再次提醒一下，伊达的父母都是百岁老人），那么，她将因推迟领取社会保障金而得到每年8000美元的额外支付。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

乔伊不喜欢旅游，但伊达决定趁她现在还健康去游历欧洲、亚洲。她算了算，算上她每年3万美金的社会保障金，她还需要额外的3.8万美元来支付每年6.8万美元的生活支出、旅游和税收。那么，她应该怎么做呢？

目前，她有50万美元在养老金账户，50万美元在应税账户中。她准备用养老金账户的50万美元购买通胀调整即期年金。这一年金计划将支付给她每年3.8万美元以补充她的社会保障金，这一支付将一直持续到她去世为止。她会选择三家不同的高利率保险公司来分散风险。

问题是，在目前形势下，这或许不是一个很好的选择。当然，投资者自行购买和社会保障金差不多的年金计划也不错。至少表面上看如此。举个例子，许多保险公司为一对70岁的老夫妇提供通胀调整后的年金收益率为6%（单个人是7%），这对单独一人的投资者而言，他们实在无力为他们10年甚至20年的余生购买这个计划。

例如，很多承保方提供二人的回报率为6%的通胀调整年金（单个人为7%）。但是，投资者往往无法靠自己一人维持超过一二十年。

两年前，在退休金投资领域最好的观点曾认为，向多家不同的保险公司投资是一个极好的办法。但是，在2008年金融危机之后可以看到，提供这些年金的公司也存在经营风险。

最近的一次金融危机清晰地向我们展现了保险公司本身金融稳定性就很差，这一事实无疑让人听来心痛。所以，在

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

我看来，对那些为自己未来20～40年做打算的退休投资者来说，相信任何一家或同时用几家保险公司都是不明智的行为。

于是，伊达所能做的最明智的事就是延缓购买年金计划，直到保险公司的前景清晰明了后再做决定。这段时间，她应该把她的钱投资到高级别短期债券基金中。或许等伊达到了80岁，美国政府会插手保险公司的年金业务，抑或自己开始发行这些年金产品。

这并非遥遥无期的事。4个多世纪前，荷兰和法国政府就通过发行年金计划来支持财政，从现代的角度来看这种新兴的政府债券有十分广阔的市场。此外，由于政府不需要通过政府年金来赚钱，政府可以提供一个比其他商业公司支付高得多的“完全公平”的年金。布鲁金斯学会退休金研究项目主席威廉·吉尔曾向我提过，最近的市场衰退使投资者意识到，一份稳定的退休收入至少和投资回报一样重要，这也许会让一个类似于联邦存款保险公司的机构替代商业保险公司，为退休人员提供生活的保障。

即使当她80岁时情况并没有好转，伊达也已经避开了10年保险公司的经营风险，到那时，通胀调整后的年金支付率大约会在10%～11%左右。

由于伊达有较高的风险承受能力，并且每年只需要3.8万美元的额外支出，该项支出还不到整个证券投资组合的4%。因此，她决定采用50/50的股票/债券资产配置比例。以下是她的资产配置情况：

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

- 10% 先锋股票市场指数（应税资产）
- 8% 先锋价值股指数（IRA）
- 3% 先锋智税小盘股（应税资产）
- 6% 先锋小盘价值股（IRA）
- 5% 先锋不动产（IRA）
- 5% 先锋智税国际（应税资产）
- 6% 安硕 MSCI 价值指数（IRA）
- 3% 先锋新兴市场（应税资产）
- 4% 先锋国际小盘股指数（IRA）
- 20% 先锋短期投资级债券（IRA）
- 15% 先锋俄亥俄州减免税债券（应税资产）
- 5% 货币市场基金（应税资产 4%，IRA 1%）

对于 70 岁老人来说，这样的安排会不会太过于冒险？你这样想是因为你在分割看待她的投资组合。事实上，她 3 万美元 1 年的社会保障金收入是个“超级通胀保护债券”（TIPS），它的利息增长率高于通胀率，基本上可以价值为大约 40 万美元（3 万美元除以每年 7% 的通胀调整年利率，从 70 岁开始算起）。

由于她的社会保障金支付随着通货膨胀一起水涨船高，在她的证券投资组合中并不需要任何 TIPS 用以防止通胀。因此，她的资产配置可以看做是：50 万美元投资股票，90 万美元投资债券，或者说是 36/64 股票债券配置。最后，伊达不能把她得到的股票红利再投到应税的投资组合中去，因为她

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

需要现金以备急用。

账户再平衡所存在的问题

伊冯娜、山姆、特德和伊达开始储蓄和投资之后，他们的证券投资组合很快就走出了低谷。我们简单考虑在 2007 年 12 月 31 日建立的 50/50 投资组合，其中包括 5 万美金的先锋股票市场指数基金和 5 万美金的先锋债券市场指数基金。到 2008 年 12 月 31 日，股票价值只值 31 500 美金，而债券价值为 52 550 美金。为了重新建立 50/50 的股票与债券配置，投资者需要转换 10 525 美金的债券到股票中。

在讨论如何再平衡股票和债券配置之前，我们首先必须面对再平衡中的重大难题：税收。投资者再平衡投资组合往往出于以下两种原因：为了增加投资回报，或者为了降低风险。通过再平衡方式增加的投资回报往往不多，通常不会超过每年 1%。这个数字一般会小于资本增加所需增加缴纳的税。从投资回报的角度来说，在应税投资组合中卖出股票来再平衡投资是不可取的。当然，你也可以考虑采取基金分配（资本增加、股利以及基金所带的利息等）来再平衡投资组合。

而从另一个角度来说，卖出可以在一定程度上控制风险。如果你一开始选择的是 50/50 证券投资组合，而在牛市中，投资组合渐渐转变成了 65/35，甚至 75/25，那么，你需要就

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

你现有的投资组合做出一定的调整。从风险控制的角度来说，或许你需要放弃一部分收益，当股票所占比例逐渐增加，比原有组合比例高出10%时，卖掉一部分股票，用其购买债券。

对于上述所介绍的四位投资者，这个问题只会影响到使用应税账户的特德。保守避税的山姆和年轻的伊冯娜，由于采用避税账户，则完全不用考虑这个问题。介于中间的伊达可以选择在避税账户中操作再平衡。即使她需要在应税账户中调整她的资产，卖出股票，她也可以在避税账户中进行弥补。比如，在一定时候伊达需要卖出一部分大盘股指数基金。除了在应税账户中出售这个基金外，她可以选择在养老金账户中出售部分价值股指数基金。

我们已经说了，税收会成为再平衡的大问题。那么，究竟该如何再平衡？多长时间进行再平衡？答案是不要太频繁。我们已经看到，股票和资产类别价格的变动不是完美的随机游走。在1年或更短的时段中，价格确实会遵循一小点“趋势”：如果上个月一种资产类别的表现超过平均值，那么，下个月它的表现仍然会微微地超过平均值，反之亦然。

> 每几年一次再平衡你的投资组合，多于1年1次的调整就太多了，在应税投资组合中，还要再减少再平衡的频率。

对于超过一年的时间段来说，相反的情况发生了。价格有了“均值回归”的趋势：过去一段时间内回报低于平均水平的资产类别有了回报率升高的趋势，即使这个趋势只是很轻微的，反之亦然。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

对于保护类的账户来说，最好的策略是将期初的资产配置保持两三年后再平衡各资产配置到期初水平。因此“几年”的时间通常被认为是有效的资产配置调整间隔。

不要低估实际情况中遵守上述流程的难度，尤其是在面临有潜在金融危机时仍需买入某种资产的时候。

投资者今天所面临的最大难题是，当市场发生下跌过度的情况之后，投资者应该怎么办？对年轻的投资者来说，他们尚处在资本积累的过程，目前他们的投资组合规模对于其今后的收入来说只是很小的一部分。因此，他们的态度是很明确的，那就是保持原状，坚持既有的投资策略，在较低的价格持续买入股票，以使得组合中股票和债券的配置比例合适。

对于那些已经退休的投资者来说，他们未来除了社保没有其他的收入来源，此时的情况会比较复杂。如果严格遵守原来的策略，则当股票下跌后，为了维持股票资产和债券资产的配置比例不变，需要卖出债券买入股票。一旦之后股票仍然下跌或长期没有反弹，那么债券资产会维持在一个较低的水平导致退休的投资者得到的债券利息也变少。

举个例子，一位 75 岁的投资者持有一个 100 万美元的投资组合，组合中股票和债券的比例分配是 50/50。由于股票市场的下跌，股票和债券的比例变成了 34/66。假设这位投资者每年需要 5 万美元来维持生计，并且他投资组合中的债券资产以及债券资产带来的利息可以支持 11 年。当然，他有理由

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

相信在未来的 10 年股票的价格会升高，并因此遵守原来的策略定期对组合的资产配置进行调整。在股票下跌的过程中，这样的调整需要卖出债券，并因此降低原来可维持 11 年生计的安全资金。这样的情况下，一旦投资者判断失误，股票在 10 年内一直下降，并且投资组合不断在卖出债券买入股票，最终会使投资者损失了原来可以定期得到的收益。这样的结果远比当股票价格升高时投资组合由于采取定期重新调仓策略带来的收益更差。

最后，定期重新调仓的策略证明了指数/被动型基金投资方式的一个优点。当指数基金表现很差时，原因是由于某一类资产表现很差，这通常意味着这类资产的价格便宜了。相应地，这通常也意味着该类资产的收益率未来可能上涨，投资者会有一个较合理清晰的思路去买多这只基金。另一方面，当一个主动投资基金表现不好的时候，业绩差的原因很有可能是因为基金管理人能力不足导致其失去自信：你会不断买入由一个能力可能不足的基金经理管理的基金吗？你第一步会做出错误选择吗？通常情况下，业绩差是由于很多因素，如运气不佳、持有的资产表现不佳等综合因素造成的。这有可能导致一个错误的决策：当基金经理所持有的资产即将反弹，基金经理的好运气即将到来时将此人解雇。总而言之，将你的投资指数化可以使你不用将来后悔。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

数学细节：定期调仓、惯性理论以及价值回归理论

我们不妨来回忆一下，第 3 章中说到过美国大市值股票组合和房地产投资信托基金（REIT），以及如何通过每年定期对组合资产配置进行重新调整来获得超额收益。是不是真的有一些资产类别能获得更大的回报？是的，这是事实。在 10 多年前我已经注意到那些波动率较高的资产类别诸如贵金属板块的股票能够获得更高的内部收益率（IRR），即金额加权报酬率。我导出了一系列可以精确预测这些差距的方程式。如果有感兴趣的读者，可以参考我和数学家大卫·威尔金森共同进行的研究。

和马科维茨的理论一样，这些方程式需要的 3 个输入量，它们分别是：收益率、标准差和相关系数。尤其值得注意的是，高收益来自资产类别的高波动率、低相关系数。

当资产的波动率高时，投资者会在低价买入、高价卖出。低的相关系数意味着当一个资产下跌的时候另一个资产很有可能是上涨的，因此，也使得投资者需要更频繁地去调整投资组合配置。

但是，真正能够决定定期调整资产组合配置至期初水平是否带来正的收益还是一个资产类别收益率的相似性。我们现在来考虑另一对资产组合，美国标准普尔 500 股票和日本股票。在 1990 ~ 1999 年的 10 年时间内，前者年平均回报率为 18.21%，后者年平均回报率为 -0.85%。如果投资者在 1990 年 1 月 1 日建立由上述两类资产组成的投

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

资组合，且资产配置比例为 50/50。在接下来的 10 年时间内不对投资组合中两类资产的配置比例进行调整，结果导致该投资组合的年平均回报率为 12.07%。如果投资者每年定期将投资组合中两类资产的配置比例调整成期初 50/50，那么，10 年后该投资组合的年平均回报率仅为 9.14%。这是因为后者在整个过程中不断卖出表现较好的美国股票并买入表现较差的日本股票。

上面这个例子说明定期重新调整投资组合中各类资产比例至期初的状态也可能会对组合带来负面影响。我们是否可以相信，通常情况下定期调整会给组合带来帮助？如果我们相信市场是随机游走的，那就不能有这样的结论。毕竟我们定期调整的前提是因为我们认为如果一类资产在过去一段时间内的回报率低于市场平均水平，那么它在未来很可能处在高于平均水平的位置，反之亦然。

通常在较短的时间内，资产的价格保持趋势运动。而如果是在超过 1 年的时间段，资产的价格通常遵循价格回归理论。由于趋势存在于一段较短的时间段内，我们在分析的时候可以得到很多数据点，这样经济学家可以很容易地为趋势理论提供统计依据。大多数经济学家都非常认同价格趋势理论的存在，更不用说对有效市场理论的质疑。

要证明价格回归理论的存在，即证明定期调整组合通常可以对组合带来帮助这一结论，相对来说困难得多。困难的原因很大程度上是因为缺少长期数据的支持。例如美

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

国股票市场从1925年后才有了相对质量较高的数据。如果我们想看5年为一个周期的价格回归情况，我们只能得到16个独立的时间段（使用高度相关的时间段来参考并不适合）。大多数经济学家和市场参与者都相信价格回归的存在，但是我们可能很难证明。

除了上面提到的每年定期调整的策略，我们还可以用另一种被称为“临界值”策略来重新调整组合资产。这种策略的意思是事先设定资产比例达到某“临界值”后需要对组合进行调整。但这个方法并不容易，我经常能够看到一些很傻的此类策略。举个例子，有人提议对组合中某类资产的配置比例超过事先规定比例的上下3%时需要进行调整。这意味着当该类资产比例不超过事先规定值上下3%时均不需要重新调整。另一种更加合理的策略是根据比例来限制，也就是说当组合中某类资产的配置比例超过原来设定比例的上下20%时进行调整。具体来说，我们假设在山姆的投资策略中对价值股指数基金的配置比例为12%，一旦实际的比例超过14.4%或低于9.6%时需要卖出或买入。

这里有三个问题。首先，由于收益率基本是符合拉格朗日分布，因此价格出现20%上涨的可能性大于出现20%下跌的。根据拉格朗日公式，20%上涨和16.7%下跌出现的可能性是一样的。其次，某些资产的波动率更高，对美国大市值类股票设置20%的“临界值”，很可能一年只能碰到一两次。而对新兴市场同样设置的结果是经常碰到

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

"临界值"。最后，"临界值"的设置还需考虑组合的特殊性。如果对一个全投资股票的组合来说，设置其中某类股票的"临界值"可能很少会被触碰到。而如果对一个全投资债券的组合来说，设置其中某类债券的"临界值"相对而言就更可能被触碰到。这是因为股票之间的相关性比债券之间的大得多。

那到底是定期调整好呢，还是"临界值"调整好？这个很难去抉择，因为即使是重新调整对组合带来的收益每年都不超过1%。要证明一种方法优于另一种，可能需要几百甚至几千年的数据。

正因为这些复杂性，我建议投资人可以设定每隔几年定期对组合进行调整。而如果投资人想要根据"临界值"策略来调整组合时，在实施的过程中需要同时考虑资产的特殊性和组合投资品种的特殊性。后面这种方法是需要使用者在实施过程中不断进行修正的。如果发现调整的频率过快或过慢，这恰恰是一个提醒投资人的需要放宽或收紧"临界值"的信号。

教育好你的孩子

对于年轻的父母来说，除了需要考虑为自己退休后的生活进行资产积累，更重要的一个财务目标恰恰是如何引导他们的孩子学会理财。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

首要任务是帮助你们的孩子建立正确的金钱观，告诉他们不能只知道追求名牌。如果当他们还是孩子时就只知道追求最为新潮的衣服、手机，那么，他们长大后很可能变得很贪婪，只知道追求豪华轿车和大房子这样的物质享受，这些都可能带来很恶劣的影响。在孩子的成长过程中，你不能轻视对他们金钱观方面的引导，如果十几岁的孩子和你说他们朋友的父母比你有钱很多，那你必须得告诉他们别人的父母比你自己会花费更多的钱。就我个人看来，很可能他们朋友父母的债务也更多。父母们需要不断引导孩子认识到金钱和工作的关系，可以通过对孩子完成某些家务后给予一定的经济补偿来更有效地达到教育的目的。

如果你不认可下面这个事例的做法，就不要再做任何尝试。如果你依靠房屋抵押贷款和信用卡可以支撑度假、下馆子、大房子、SUV 跑车，那么，对于你和你的孩子来说，你的教育就已经失败了。

乔纳森·克里蒙兹（Jonathan Clements），《华尔街日报》的专栏作家，他有两个孩子。他经常在他的专栏中对父母应该如何引导孩子正确的金钱观念发表观点。他的主要观点是，父母应该转变孩子们认为“爸妈就是银行”的观点，并且给出了两条非常有用的小贴士：第一，对节俭行为进行鼓励。例如，当孩子在餐厅用餐时点了冰水而不是可乐，这个时候可以奖励他们 1 块钱。第二，一旦孩子们到了一定的年纪可以拥有自己的银行卡了，大约是十一二岁，父母可以改变给

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

零用钱的方式，定期给孩子的账户里一笔零用钱，并且告诉他们用完了就没有了。很快，孩子们自己就会学会储蓄，而不是把钱一下子花掉，因为前者可以给他们带来安全感。

接着，可以教你的孩子学习投资。我的建议是在孩子 10 岁的时候，以孩子的名义开立一个投资账户，并为他选择两三只公募基金作为投资组合。教育孩子如何收集他们自己的投资账户信息，登录并打印出相关报告。每个季度可以和孩子们一起召开一个投资会议来讨论他们各自投资组合的业绩。还可以考虑将货币或债券基金的收益，以及股票基金上涨收益的一半作为奖励给予孩子们。

> 对你的孩子们来说，最重要的继承不是冷冰冰的钱，而是如何存钱、花钱和投资的能力。

他们会开始近距离地观察到不同类型资产的变动轨迹，并且在此过程中经历严重的熊市，且有可能转瞬间就失去相当于几个月甚至几年的津贴。但这正是一个好机会，让你把下面的要点传授给他们：

> 在股票市场里，亏钱是再正常不过的事了，只要这是整个市场下滑导致的结果。因此，当这种情况发生时，千万不要感到难过。这是你为了未来更长远的高回报而必须付出的代价。事实上，曾经有一个充满智慧且有名望的人说过，一次次地亏钱可以磨砺一个投资者的责任心。

15 年前，当我准备写金融类的书时，找到很低申购额度

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

的基金是很简单的事，尤其是给小孩子们开设的账户。但是，现在今非昔比了。例如，如果要购买先锋公司的基金，至少要筹集3000美元。当然，仍然存在一些不错的其他选择，像奥科马克（Oakmark）家族，他们提供最低申购金额为1000美元的基金，投资在海外和国内股票市场，以寻求价值增长的机会。

本章小结

当然，伊冯娜、山姆、特德和伊达在投资领域才刚刚起步。但无论你做什么，切忌用千篇一律的方法来处理你的退休养老金。在设计你的投资决策时，需要考虑以下几个方面：

第一，你究竟能够应对多么复杂的投资状况？有些投资者分明就是对投资上了瘾，他们乐于看见自己持有的投资标的种类多达20多种，也就是说同时有20多种不同的共同基金。另有一些投资者，则是非常绝望地在一个户头中持有超过四五个共同基金。类似于山姆那样的投资组合，难道没有给你头痛的感觉吗？所以，最好是坚定地只持有3类资产或基金，它们的投资范围分别是全美股票市场、国际股票市场和债券市场。

第二，我个人有什么投资标的偏好？对于未来通胀的预期，使得一些投资者为了避险开始转向贵金属，他们或者投资金银币，或者成为采矿业公司的股东；另有一些人则避开

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

投资新兴市场，因为在他们眼中这些市场所代表的国家或地区，对投资者的保护力度薄弱。但我们要切记，投资不能感情用事，要有明确的纪律，如同人类每到夜晚必须睡觉一样，你要有坚定执行投资计划的能力，从长远的角度来看，这比你频繁地增加或剔除某类投资资产或者考虑标的之间明确的比例关系要来得重要得多。

第三，多大的跟踪误差是我可以忍受的？不管你是否承认，你都会（至少是默默地）将自己的投资结果和你的家人或者朋友的进行一番比较，他们一般都会投资在看上去类似于标普 500 或者威尔逊 5000 指数那样的组合上。如果你选择的标的是所谓的价值股、小盘股或者外国股票，那么我敢肯定，你总会碰到类似于 20 世纪 90 年代末期那样的时期，使得你的投资组合表现明显弱于你的邻居。举个例子来说，在 1998 年，标普 500 指数有 28% 的回报率，但是如果当年你持有的是由价值股、小盘股和外国股票组成的投资组合，那么，你很有可能是亏钱的。更糟糕的是，在 2008 年，当标普 500 只跌去 37% 时，小盘股、价值股、房地产投资信托基金和外国股票却表现得更差。你愿意容忍这种短期的相对差的业绩回报，而将希望寄托在长远也许会出现的高收益吗？如果回答是否定的，那么你最好像特德那样，专注于一个相对简单一点的覆盖所有股票市场的投资组合。

第四，如何调配自己所拥有的人力资源？无论你是否意识到，其实你拥有很多未开发的价值，尚待与你持有的金融

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

资产相结合。例如，你是否在一家大的有价值的公司工作，而它的前景又是和整个国家的经济发展息息相关呢？如果是，那么，就别再投资在价值股上了。另一方面，如果你是一个破产的律师、邮递员、或是水管工，那么，你就应该来找我聊聊。你是否每月有一笔大额的退休金或残疾津贴，又或是从社保机构领取足额现金来满足大部分的日常开销？如果是的话，那么事实上，你正持有比你想象的多得多的“债券”。举例来说，假设你每年从社保领取 3 万美金，就像伊达那样，这笔现金流的现值就是用 3 万除以 7% 的折现率，约合 40 万左右的美金。如果你个人的养老金有大约 20 万，有些人可能就会理性地建议你将这笔 20 万全部投资在股票上，因为它一共只占了你的所有资产价值的 33%（也就是说，流动资产和社保资金的现值之和有 60 万，20 万在其中占 1/3）。我倒并不建议你这么做，但是如果你能够靠着社保资金生活得很滋润，那么将大部分的个人养老金投资在股票上不失为一个好的方法，因为事实上，你这样做正是在为你的后代投资。

第五，别忘了一个投资组合，它不可避免地会包含表现得不太尽如人意的资产（总会有至少一个这样的标的出现，但它具体所代表的资产每年都会有所变化）。不过真正重要的是这个组合整体的回报率，这才是关键。

第六，无论你如何配置资产，你总是希望你已经在表现好的资产上加大了投资力度，而相应地在表现糟糕的资产上一点也没投资。但事实上，由于没有人能预测到底哪些资产

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

是好的，因此最安全的方法是一视同仁全都投资，也因此，尽量别让自己对于类似于安然或者雷曼事件表现得太过震惊。当你减少支出，并力求多元化投资时，你就等于放弃了在亲朋好友面前炫富的机会，但是，你也同时避免了使自己和所爱的人变得穷困潦倒的可能。

由此可见，女士们、先生们，这是一个致中则和的选择。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第7章
Chapter 7

诚恳的建议

在过去30年里，大部分将投资权力移交给投资者的投资计划实际上都是一场失败的、非公平的交易，特别是对退休金计划而言。最初的传统退休金计划曾给成千上万的美国普通工人提供了稳定的现金流，从而保障了他们舒适的退休生活。如今，它只是一锅混乱的投资浓汤：设计拙劣、过分昂贵、表现糟糕，所有这些使得这个计划更像是为了失败而有意设计的。

更为糟糕的是，从某种意义上来说，每个普通的美国人都被当做了具有一定专业知识、并有基本情绪素养、因此可以很好地执行自己一生投资计划的人。然而，这个目标往往连华尔街的专业投资人都无法做到。在未来的几十年里，退休者和我们整个社会将为这种愚蠢的想法自食其果。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

人们会慢慢开始意识到这种极为恶劣的境况，但要一下子改变这种境况却有些不太可能。与此同时，我希望，我已经提供了足够的工具来防止你们成为这场迫在眉睫的灾难的“遇难者”。

我们不需要再多说什么了，现在你已经深陷于这场游戏之中。如果你对此书中的建议并不在意，而且重犯所有经典的投资错误，譬如忽视费用支出、追求热门的资产类别、低估你的风险承受能力，或者过分受你的家庭、朋友、邻居、新闻的影响，那么，你肯定将同许许多多美国人一样，注定要面对绝望的退休生活。反过来说，如果你愿意接受我的建议，保持最小化程度的花销，并谨慎地将钱投入指数化证券投资基金，而且在别人头脑发热的时候保持冷静，那么，你至少还有一次反击的机会。

为此，我列举了一些每位有能力的投资者都应该掌握的技巧。这些建议都应该被贴在电冰箱上，每天拿早餐的时候经常阅读，并且牢记它们。

牢记投资理论和历史的启示

首先，风险和回报总是密切相关的。你无法只获得高收益而不承担痛苦的损失。你也无法获得百分之百的安全感，而不去承受较低的、较长期的回报。高收益、低风险的保证绝对是一种欺诈行为。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

其次，有的时候，市场会疯狂十足。比如，20世纪90年代的上扬、20世纪30年代的衰退，又比如过去那两年。总的来说，在这些疯狂时期保持头脑清醒的方法是：你要了解金融市场的历史，懂得说："我曾经到过这里，我知道这个故事将会如何结束。"

再次，历史总能为股票、债券的风险提供一个风向标。尽管如此，运用高登方程来估计未来收益的能力更有价值。对股票预期收益率而言，简单地说，就是将市场分红收益率加上预期的每股盈利增长率；对于债券而言，也就是从利息率中扣除违约率。运用这两个方程，就能对长期投资结果做可靠的预测。目前，相关的分析指出：对各类股票，预期的实际收益率大约在4%～8%之间；对于公司债券，大约有2%的实际收益率，对于政府债券而言，可能会是负的实际收益率，尤其是短端的那些品种。

最后，永远不要忘记，从单个证券的层面上来讲，市场是非常有效率的。任何时候，不管你是买进或者卖出单个股票或债券，你都有可能在与一个比你更聪明、掌握信息更多、在这方面比你钻研更多的家伙交易。在最极端的情况下，你在与一位公司的执行官做交易，他比任何一个最棒的分析师都要更了解自己的公司。除非这是在下一部斯皮尔伯格的科幻电影里，否则你根本不可能赢得这场游戏。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

相信投资组合理论

作为投资者，你面对的初期决定是确定股票和债券的投资组合比例，这将确定组合的风险回报特征。

我们无法预测哪个股票和债券的资产类别将表现最佳，因此，我们要使我们对股票和债券资产类别的选择多样化。在市场大幅度下跌的时期，所有的股票资产类别都会下跌，从长期来看，多样化总是非常有效的。

在股票和债券的投资组合中，不要花太多的精力在其最好或最差的资产类别中。

克服情绪的影响

人们最大的投资劲敌就是自己，而人们最大的错误就在于过度自信。不要幻想你有能力自己挑选股票和共同基金，也不要幻想你能预测市场走势。

投资者的情绪往往容易受到新闻的影响，还有他们的邻居。越是能够排除这些情绪上的噪音，越会变得富有。相反地，如果当你发现你自己拥有和你朋友或邻居相同的证券，你越是有可能会做出错误的决定。

人类是追求规律的动物。但很多金融市场的信息却是随机的噪音。所以，避免去想象任何规律或模式。在很多时候，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

根本就不存在什么规律。

我的投资我做主

股票经纪人对他们客户的服务类似于抢劫犯，他们与娃娃脸的尼尔森“服务”银行的方式是相同的。他们收取的费用越高，他们的收入就越高，而他们卖给你的产品就可能越不靠谱。他们被证券经纪业务所吸引的原因与尼尔森和威利萨顿被银行所吸引的原因是一样的，因为那里是堆积着大量财富的地方。因此，我认为要不遗余力地避免使用经纪公司的服务。

大多数共同基金也都好不到哪儿去。它们初期的目标并不是好好投资，而是聚集资金。要知道，这是两件完全不同的事情。因此，要选择那些由基金持有人控股的基金公司，或者至少是那些私人拥有的基金公司，而要避免选择那些上市公司所持有的基金公司。

准备就绪就立刻行动

你应该尽量活得谨慎一些，数量尽可能多、时间尽可能长地进行储蓄，毕竟储蓄太多好过储蓄不足。

增强你的组合投资意识，要根据你的年龄和风险承受能力，设计好自己的股票/债券配置比例。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

选择股票的时候，要多考虑小盘股和价值股，因为他们可能拥有比整个市场更高的预期收益。当然，你在这方面的具体投资比例，取决于你的工作性质，以及你对可能会持续几年的表现不佳的市场的承受能力。

如果你退休之后，每年需要花费高于4%的养老金，那么，请认真地考虑购买即期固定养老金。但这也要到这次经济危机结束之后，或者保险公司的情况已经变得稳定的时候再说。在任何情况下，最佳的“年金购买”期是在你70岁以后。

好好地教育你的孩子：你能给他们最好的遗产不是金钱，而是让他们拥有储蓄、投资和谨慎消费的能力。

最后，永远不要忘记，帕斯卡的赌约也适用于投资：游戏的目的不是变得富有，而是避免贫困。事实上，如果你遵照本书的建议行动，我也不能保证你会变得异常富有。然而，我努力为你倡导的是让你有一个舒适的退休生活，并让这种可能性最大化；同时，也让你避免晚年生活穷困潦倒，并让这种可能性最小化。要知道，这才是最值得称道或是最有价值的两个投资目标。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

作者推荐：好书就像陈年美酒一样醇美

大道至简，我写本书的目的，旨在向投资者简要地说明该如何应对如今可怕的市场。那些刚开始学习投资的人，则需要继续他们的学习过程。归纳来说，每个投资者都应该掌握以下四个方面的知识：理论、历史、心理、金融行业。这些方面我在书中都有涉及，但如果你认真地对待你的投资未来，那么，你仍然需要继续学习。好在所有我推荐的书读来都能感受到真正的快乐，这些书都是作者精心准备的著作，如同一杯又一杯甘甜的红葡萄酒。

理论方面：伯顿 G. 马尔基尔（Burton G. Malkiel）（所著的《漫步华尔街》[㊀]（*A Random Walk Down Wall Street: The Best and Latest Investment Advice Money Can Buy*）。此书告诉你所有需要了解的知识，尤其是在股票、债券及投资组合方面。现在这本书已经出了第 9 版，你应该重新阅读马尔基尔教授的书，尤其他所添加的新的内容。

历史方面：爱德华·钱思乐（Edward Chancellor）所著的

㊀ 本书已由机械工业出版社出版。——译者注

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

《投机狂潮》（*A History of Financial Speculation*），本书详尽介绍了投机泡沫和泡沫破灭后的恐慌。终归有一天，这可能是明年也可能是30年中的某一天，你将见证金融市场完全的疯狂（可能是暴涨，也可能是暴跌），这个时候你可以对自己说，"感谢钱思乐先生，我看过这场电影，我知道这个故事将会如何结束"。你可能还会在遗嘱中对他说些什么吧。

心理方面：很久以前，杰森·茨威格离开了他一直以来工作的《金钱》杂志，按照他的意愿走进了神经经济学领域。他努力的结果就是这本书：《钱袋和脑袋》。

金融行业：很久以前，我错过了很多杰克·博格所写的关于投资行业方面的书。然而，对我而言，他的书《投资共同基金》（*Common Sense on Mutual Funds*）依然是帮我穿越重重投资迷雾的最好路标。

还有一本书，它并非一本个人的金融指南，尽管乔纳森·克里蒙兹在他的《投资小手册》（*The Little Book of Main Street Money*）一书的书名中隐含了这层意思。然而，这本书确实包含了一位世界上最多产和最富洞察力的作家的智慧。如果你在以下这些方面有疑问：债务管理、如何平衡大学储蓄和退休金、人寿保险、子女的金融教育、退休账户管理等，就请参考乔纳森的这本书吧。

最后，如果你喜欢数学，并希望掌握书中最后几章所提到的各类平均法，那么迈克尔·埃德尔森的《价值平均策略》（*Value Averaging: The Safe and Easy Strategy for Higher Investment*

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

Returns）一书值得一看，它在提高投资的长期回报率方面可能更胜一筹。

我在书中曾经反复说过，在估计世界股票市场和债券市场的未来收益时我很乐观。但是，这个乐观中并不包括成千上万美国人参加的养老金投资计划，我之所以担心这个计划，是因为其主要的结果可能就是财富转移，即财富从普通市民手中流到证券经纪公司和基金公司的手里。

我所推荐的这些好书应该能够帮助你避开一些投资陷阱和隐患，这些隐患常常会使你的退休生活走入窘境。始终要记住的是，投资不是目的，而是一种学习与发现的途径。心动不如行动，祝你好运！

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

致　谢

独木不成林，没有作者可以在没有外界帮助的情况下，将如此众多的材料（包括金融理论、金融历史、心理学和金融业务等）整合在一起。另外，当一个人在他人生的后期开始他的写作事业时，他其实需要很大的勇气和大量的建议。

首先，我要感谢约翰·雷肯萨勒、斯科特·彭斯和乔纳森·克里蒙兹：他们花了十多年的时间在他们的著述中为我们提供了大量的投资建议和投资方向。还有杰克·博格：他展示给我，以及除了我以外的很多人，投资是如何进行的。感谢杰森·茨威格：他从神经经济学的角度，让我知道我们的大脑是如何运作、如何进行投资业务的。还要感谢苏姗·夏铃，她是我在有效前沿咨询公司工作时的伙伴，她不仅提供给我她十几年工作中积累下的智慧，此外，还有她那锐利的编辑技巧。

我还要感谢这些人：阿巴塞克·史瑞内福森和杰夫·科内尔，他们向我提供了大量必要的数据，韦斯·内夫（Wes Neff）指导我出版前的流程。布鲁金斯学会的威廉·盖尔与我讨论了养老金政策的制定背景。还有我在 John Wiley & Sons

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

出版社的编辑们，麦格·伏瑞博、凯文·霍尔姆和比尔·法伦，他们对我在本书出版的各个环节上都提供了很多有用的帮助。还要感谢爱德华·塔尔先生，他帮助我摆脱了很多尴尬的处境。如果还有疏漏，那将是我一个人的问题。

最后，我需要感谢我的妻子简·吉格莱尔，她花了难以估量的时间在这本书上，把混乱的无法阅读的段落变成连贯的章节，尽她所能地帮我弥补我在文学训练上的不足，同时，在我写书的过程中，她容忍了我这个不细心的丈夫。上帝知道，我无法离开她的帮助。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

投资者宣言

普通投资者必读理财宝典

伯恩斯坦这本慷慨激昂的新书确实是一本名副其实的宣言，它号召普通投资者行动起来，把自己从那些华尔街金融大鳄的控制下解放出来；它教人理解最终决定股票市场收益的原始动力，并且构建自己简单有效的投资组合。《投资者宣言》是一记漂亮的射门。

——约翰·博格（John C. Bogle）
先锋基金公司创始人

《投资者宣言》是一本充满智慧、笔法优雅的著作，适合放在每一位投资者的书架上。

——伯顿 G. 马尔基尔 （Burton G. Malkiel）
《漫步华尔街》作者

这是一本老少皆宜的投资书籍。伯恩斯坦用浅显易懂的语言分析问题，使得投资不再是那么艰深和枯燥。伯恩斯坦呈现给读者们的金玉良言，总是让我兴奋不已。

——爱德华·塔沃尔（Ed Tower）
杜克大学经济学教授

在投资领域，没有哪个作家可以比得上伯恩斯坦。他的著作是一定要读的，无论你是事业刚刚起步，还是已经退休，这本书都是一本充满智慧的无价宝典。

——拉里·斯威道尔 （Larry Swedroe）
白金汉财务服务公司研究总监，“明智投资使你轻松”系列丛书作者

伯恩斯坦把他长期的宝贵经验和智慧浓缩到这本易读、易懂的书中，此书值得每一位严肃的投资者认真保存。

——泰勒·拉里摩尔（Taylor Larimore）
《博格投资指南》和《博格退休规划指南》两书的合著者之一

本书以清晰易懂的模式，阐述了经久不衰的投资策略。无论是对于初出茅庐还是经验丰富的投资者而言，伯恩斯坦都可以帮助你躲过金融危机，并且建立长期有效的投资组合。

——劳拉·道古 （Laura F. Dogu）
《博格退休规划指南》的合著者之一

客服热线：
(010) 88379210, 88361066
购书热线：
(010) 68326294, 88379649, 68995259
投稿热线：
(010) 88379007
读者信箱：
hzjg@hzbook.com





华章网站 http://www.hzbook.com


网上购书：www.china-pub.com


WILEY
www.wiley.com

上架指导：证券 投资 股票

ISBN 978-7-111-33144-5



定价：35.00元